

## アジア債券市場の発展と課題

### －市場を拡大させるためのポイント－<sup>\*1</sup>

清水 聡<sup>\*2</sup>

#### 要 約

アジア債券市場は大幅に拡大し、質的にも成熟度を増した。しかし、社債市場の発展度は国ごとの格差が大きく、バランスの取れた金融システムの形成は途上にある。社債市場が相対的に発展した韓国やマレーシアでは、1997年の通貨危機以前から市場整備が進められて法規制や市場インフラが構築されており、発行体や投資家も多く存在している。これに対し、市場の発展が相対的に遅れたフィリピン・インドネシア等では、社債の発行が本格的に開始されたのは2000年代半ばであり、市場整備に向けた政策が必ずしも十分でなく、発行体や投資家も少ない。また、これらの国では金融システムに構造的な問題があり、銀行中心の状況を変えることが難しい。今後、市場整備に注力するとともに、社債市場の役割に関する議論を積み重ねることが求められよう。一方、社債市場が発展した国に関しても、発行体の業種の偏りや投資家の投資技術の未成熟など改善すべき点が多く、市場整備の余地が残されている。

キーワード：アジア債券市場， ABMI (Asian Bond Markets Initiative)， Asian Bonds Online， CGIF (Credit Guarantee and Investment Facility)， ABMF (ASEAN+3 Bond Market Forum)， 債券市場の発展要因， 金融システム， 機関投資家

JEL Classification： F36， G23， 016

## I. はじめに

本稿の目的は、アジア通貨危機以降の新興アジア諸国の債券市場の発展を振り返り、現状を評価し、将来展望を示すことにある。とりわけ、社債市場の発展は韓国やマレーシアを除けば遅れており、市場流動性も限られているとい

われるがその理由は何か、韓国・マレーシア・中国など社債市場が拡大した国においては潜在的な問題がないのか、域内において投資家の多様性は確保されつつあるのか、などについて考察する。市場整備の目的、市場発展の現状評

\*1 筆者は2002年からアジア債券市場に関する調査研究を行っており、勤務先である（株）日本総合研究所の刊行物に論文を執筆するとともに、社外のいくつかの調査研究プロジェクトにも携わってきた。本稿は、それらの成果を踏まえて作成したものである。調査研究の過程では、本特集の責任編集者である河合正弘東京大学名誉教授をはじめ、多くの方々に様々な形でお世話になった。その数は大変多く、個別にお名前をあげることは控えるが、すべての方々に衷心より厚く御礼を申し上げたい。ただし、本稿における誤りはすべて筆者の責任である。

\*2 株式会社日本総合研究所調査部主任研究員

価、一層の発展のための課題などについて議論は尽くされていないと思われ、本稿ではその補完を目指す。

構成は以下の通りである。第Ⅱ節では、アジア債券市場整備の目的について確認した上で、アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI：Asian Bond Markets Initiative）の成果をまとめ

る。第Ⅲ節では、市場発展の概況と課題を整理する。第Ⅳ節では、債券市場の発展要因に関して、先行研究を踏まえて説明する。第Ⅴ節では、この枠組みの下で、各国債券市場の発展の現状、その要因、今後の課題について述べる。第Ⅵ節では、今後の展望を行う。

## Ⅱ. アジア債券市場整備の目的とアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）の成果

### Ⅱ－１. アジア債券市場を整備する目的

1997年の通貨危機の経験を踏まえ、2003年にアジア債券市場育成イニシアティブ（以下ABMI）が開始されて以来、域内の債券市場の育成は一貫して政策目標として重視されている。アジアの金融システムを整備する目的は、包摂的な経済成長のために効率的かつ安全に資金を仲介することにある。この場合の資金は国内資金と海外からの資金に分けられ、後者はさらに域内からの資金と域外（主に先進国）からの資金に分けることができる。

通貨危機が発生した時点で、多くの国では債券市場が整備されていなかった。これを整備することにより、何がもたらされるのか。市場整備の目的は、以下のように整理できる。

第1に、通貨危機の再発防止である。通貨危機以前には、内外の銀行融資への過度の依存が企業財務にダブル・ミスマッチ（通貨と期間のミスマッチ）をもたらしていた。また、政府・銀行・企業間には緊密な関係が存在し、銀行が融資先企業に対して行う審査やモニタリングは不十分であった。債券市場が整備されればこれらの問題が解決し、金融システムの健全性の向上につながり、通貨危機再発の可能性が低下すると考えられた。

第2に、金融システムの発展である。債券市場は、長期金融仲介の場である。長期の資金調達により設備投資やインフラ整備が活発化する

ことが期待される一方、長期の資金運用は機関投資家の成長と相まって域内の豊富な貯蓄を効率的に運用することに役立つ。

また、銀行と債券市場のバランスの取れた金融システムが形成されることで、金融システム全体のリスク分散やコストの低下につながる。さらに、債券市場で形成される金利体系は、効率的な資金配分やリスク管理など多くの目的のために不可欠である。

第3に、経済成長への貢献である。ABMI発足当初より、「アジアの貯蓄をアジアの投資に」ということがいわれ続けている。その意味は、第1に「自国の貯蓄を自国の投資に」結びつけること（内需の促進）であり、第2に「域内の貯蓄を域内の投資に」結びつけること（域内金融統合の深化）であろう。

内需の促進はもちろん債券市場の整備のみによって果たされるものではないが、債券市場の拡大が内需を促進する可能性は十分にある。また、域内金融統合の深化は、ASEAN経済共同体（AEC）の発足もあり、各国市場の整備とともに重要な政策目標となっている。

### Ⅱ－２. アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）の成果

ABMIは2003年にASEAN+3財務大臣会合（後に財務大臣・中央銀行総裁会合）において発足し、2005年にはABMIロードマップが作

られた。2008年には、より包括的な取り組みを目指すためにロードマップが改訂されるとともに取り組み課題が4つ（債券供給の拡大、債券需要の拡大、規制枠組みの改善、関連する市場インフラの整備）に整理され、それぞれの課題を担当するタスク・フォース（以下TF）が設けられた。

その後、2012年と2016年にもロードマップが改訂され、取り組み課題の見直しが行われた。また、各国市場の整備を目的とした技術支援が当初より継続的に実施されている。

ABMIの主要な成果を簡単にまとめると、以下の通りである。第1に、2004年、韓国の中小企業が発行した債券を原資産とする円建てクロスボーダーCBOの発行が実現した。また、2004年以降、国際機関などによるアジア通貨建て債券発行が多数実施された。

第2に、2004年5月、Asian Bonds Onlineが立ち上げられた。アジア債券市場に関する多様な情報やデータが提供されており、内容は着実に向上している。また、Asia Bond Monitorが定期的に発行されており、債券市場の概況や政策動向などの情報が入手できる。

第3に、2010年11月、信用保証投資ファシリティ（CGIF：Credit Guarantee and Investment Facility）がアジア開発銀行の信託基金として出資金7億ドルで設立された。2013年4

月から2017年11月末までに、計19件の保証を実施している。

第4に、2010年、官民による議論の場としてASEAN+3債券市場フォーラム（ABMF：ASEAN+3 Bond Market Forum）が作られた。これは、2005年のクロスボーダー債券取引の障害に関する報告書、ならびに2010年4月のGOE（Group of Experts）レポートの成果を引き継いだものである。取り組みテーマは二つあり、一つは域内共通のプロ投資家向け債券発行枠組み（AMBIF：ASEAN+3 Multi-currency Bond Issuance Framework）の構築である。これは、各国のプロ向け債券市場を相互承認により一体化させようとするものである。2015年9月、みずほ銀行を発行体とする第1号のAMBIF債が発行された。

もう一つは、各国の決済システムの向上・統合である。ABMIのTF4においても、域内決済機関（RSI：Regional Settlement Intermediary）の設立に関する事業面での実行可能性の再評価が完了したほか、メンバー国の任意参加を基本とするクロスボーダー決済インフラ・フォーラム（CSIF：Cross-border Settlement Infrastructure Forum）が設置され、クロスボーダー債券取引を支える決済システムの構築に関する議論が行われている（第VI節で詳述する）。

### Ⅲ．アジア債券市場の概況と課題

#### Ⅲ-1．市場規模の拡大とその問題点

本節では、アジア債券市場の概況について多角的に述べる。第1に、通貨危機以降、市場規模が目覚ましく拡大した。表1、表2によれば、9カ国・地域合計の発行残高（国債と社債の合計）は、1997年末の4,141億ドルから2016年末には24.6倍の10兆1,760億ドルとなった。同期間に対GDP比率が低下した国はない。中

でも、中国は7兆1,290億ドルと全体の約70%を占め、1997年末からの拡大率も非常に高い。

第2に、各国の発展度は多様である。国債発行残高の対GDP比率をみると、インドネシア・フィリピン・ベトナム以外は40～50%台であり、水準が収斂してきている。一方、CLM諸国（カンボジア・ラオス・ミャンマー）の国債市場は未成熟である。これらの国は被援助国から卒業

表1 アジア債券市場の発行残高の拡大状況（金額）

	1997年末		2016年末		拡大率(倍)	
	国債	社債	国債	社債	国債	社債
中国	57.7	42.7	4,974.1	2,154.8	86.1	50.5
香港	13.1	31.8	137.2	99.0	10.5	3.1
インドネシア	0.9	2.8	139.4	23.1	154.9	8.2
韓国	36.1	120.8	702.9	1,010.9	19.5	8.4
マレーシア	19.4	37.7	141.2	119.0	7.3	3.2
フィリピン	16.6	0.0	80.2	18.0	4.8	—
シンガポール	13.1	10.7	133.5	98.8	10.2	9.2
タイ	7.6	3.0	221.5	81.5	29.0	27.1
ベトナム	0.1	0.0	41.7	2.1	463.7	—
合計	164.6	249.5	6,571.8	3,607.0	39.9	14.5
合計(中国以外)	106.9	206.8	1,597.7	1,452.3	14.9	7.0

	1995年末		2015年末		拡大率(倍)	
	国債	社債	国債	社債	国債	社債
インド	87.1	6.8	832.5	288.2	9.6	42.4
日本	2,763.5	1,093.6	8,274.0	656.0	3.0	0.6
アメリカ	5,499.4	6,102.9	18,901.7	21,019.4	3.4	3.4

(注) 1997年に関して、中国の社債、インドネシアの国債、韓国の社債、マレーシア・フィリピンの国債・社債は、BISのデータによる。ベトナムは、2000年のAsian Bonds Onlineのデータによる。

(出所) インド・日本・アメリカはPark (2016)、他はAsian Bonds Online

表2 アジア債券市場の発行残高の拡大状況（対GDP比率）

	1997年末		2016年末		拡大率(%)	
	国債	社債	国債	社債	国債	社債
中国	6.0	4.4	46.4	20.1	7.7	4.6
香港	7.4	17.9	42.8	30.8	5.8	1.7
インドネシア	0.8	2.4	15.1	2.5	18.9	1.0
韓国	11.4	38.1	51.8	74.4	4.5	2.0
マレーシア	18.0	35.0	51.5	43.4	2.9	1.2
フィリピン	18.2	0.0	27.5	6.2	1.5	—
シンガポール	14.7	12.1	47.1	34.2	3.2	2.8
タイ	7.6	3.0	55.3	20.3	7.3	6.8
ベトナム	0.3	0.0	21.1	1.0	70.3	—

	1995年末		2015年末		拡大率(%)	
	国債	社債	国債	社債	国債	社債
インド	22.7	1.8	42.2	14.6	1.9	8.1
日本	61.3	24.2	199.4	15.8	3.3	0.7
アメリカ	71.8	79.6	105.3	117.1	1.5	1.5

(注) 1997年に関して、中国の社債、インドネシアの国債、韓国の社債、マレーシア・フィリピンの国債・社債は、BISのデータによる。ベトナムは、2000年のAsian Bonds Onlineのデータによる。

(出所) インド・日本・アメリカはPark (2016)、他はAsian Bonds Online

する段階にあり、国債市場の整備による資金調達手段の確保が喫緊の課題となっている。

次に、社債は韓国とマレーシアで比率が高く、韓国では国債を上回る。BIS Monetary and Economic Department (2016) では、ヒアリン

グの結果として、韓国・マレーシア・シンガポール・香港の社債市場は非常に発展していると述べている。これに対し、インドネシア・フィリピン・ベトナムの比率は依然低い。国債に比較して、各国間の格差が大きいといえる。

インドも、社債市場の比率は低い。

なお、米国の社債発行残高の対GDP比率は117.1%と非常に高い一方、日本は15.8%と1995年末に比較して低下しており、アジアの途上国よりも低い。

第3に、国債市場と社債市場の発展はある程度バランスが取れているものの、後者が相対的に遅れている。国債市場の発展は社債市場構築の前提であり、ある程度はやむを得ないであろう。9カ国・地域の国債発行残高の合計は6兆5,710億ドルと、社債を合わせた市場全体の約65%を占める。1997年末からの拡大率も、国債が社債を大幅に上回っている。これは中国を除いても同様であり、総じて社債市場の発展に課題が残されているとみられる。

ただし、国によっては社債市場の伸び率がかなり高い場合もある。インドに関しても、社債市場は42.4倍に拡大している。

第4に、先進国と比較した場合、アジア債券市場の発展には課題が残されている。アジア債券市場の発行残高が世界全体に占める割合は、1996年末の2.1%から2011年9月には8.1%に上昇した。ただし、6.0%の比率上昇のうち4.6%は中国による。また、8.1%のうち中国が4.8%、韓国が1.7%を占め、その他は合計で1.6%とブレゼンスは依然小さい。

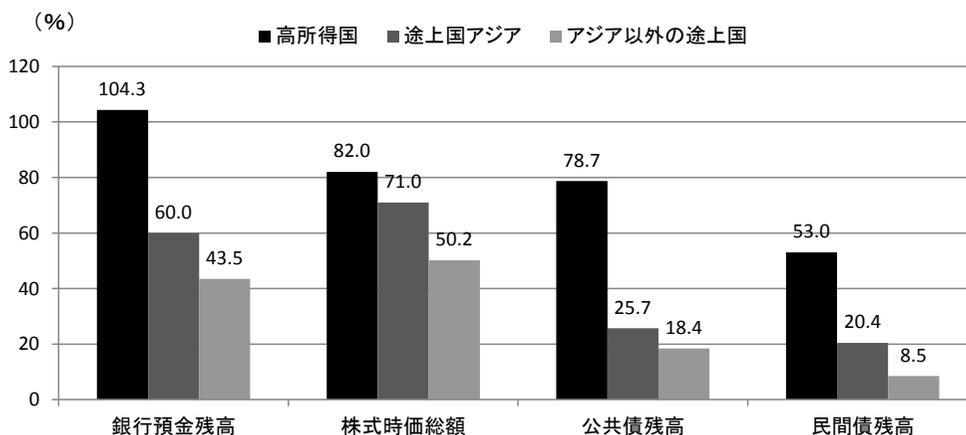
このように、先進国を上回る拡大がみられたものの、アジアでは実体経済の発展に比較して金融部門の整備が遅れている。金融部門の規模（対GDP比率）は途上国の中では相対的に大きいですが、先進国に比較すれば小さい（図1）。特に、債券市場に関して先進国との格差が大きい。アジアでは銀行部門が金融システムの中心であり、株式市場も一定の発展を遂げていることに比較すれば、債券市場の発展余地は最も大きいと考えられる。

## Ⅲ-2. 市場の成熟と海外からの投資の増加

### Ⅲ-2-1. 市場の成熟

Felman et al. (2011) は、社債市場に一定の拡大がみられたことは政策の効果であるとして、各国政府およびABMIの努力を高く評価している。また、この論文では、世界金融危機に際し、アジア債券市場が平時の機能を比較的維持し、危機後も着実に拡大したことが、債券市場が一定の成熟を遂げた証左としてあげられている。危機発生の直後には国債や社債の発行を控える動きがみられたが、その後、海外で資金調達ができなくなった金融機関や大企業の多くが国内市場への回帰を試みることになった。このことは、国際金融市場が混乱に陥った場合の避難先として国内市場を整備しておくことの重

図1 世界の金融構造（2011年末、対GDP比率）



(出所) Asian Development Bank (2015a), p.49

要性を再認識させたといえる。さらに、IMFは、危機に際してアジア諸国においても銀行融資が抑制され、大企業が社債発行を拡大したことから、社債市場が銀行部門の「スペア・タイヤ」として機能したと指摘している。このように、危機に際して海外からの資本流入や国内銀行融資が減少した場合に、これを補完するものとして債券市場が重要な役割を果たすことが示されたといえる。

ただし、Felman et al. (2011) は、各国市場に一層の発展余地が残っていることや、海外からの投資意欲の拡大に応じてクロスボーダー取引の障害の軽減を図るべきであることも指摘している。

### Ⅲ－２－２．海外投資家による投資の増加

先進国の機関投資家による途上国債券投資は2000年代半ばまでは主要通貨建てが大半であったが、現地通貨建てに対する関心も次第に高まり、リーマン・ショック以降、投資が急増した。アジア諸国でも、国債の海外投資家保有比率が大幅に上昇した（2016年9月現在、インドネシア39.2%、マレーシア35.8%、タイ14.8%、日本10.3%、韓国10.1%）。

このような資本フローが生じた先進国側の要因（push factors）としては、①機関投資家の拡大、②金融技術の発達によるリスク管理能力

の向上、③金融緩和による投資資金の増加や高利回り志向（search for yields）の高まり、などがあげられる。

一方、アジア諸国側の要因（pull factors）は、以下の通り整理できる。①マクロ的要因：（a）債券市場が拡大したこと。（b）各国の市場育成策や域内金融協力の存在が投資家に安心感を与えたこと。（c）景気の回復とともにソブリン格付けが上昇したこと（表3）。②収益性要因：（a）アジア債券が国際分散投資の手段となること。（b）多くの先進国よりも財政状態が良好であるにもかかわらず名目金利が高かったこと。（c）経済発展に伴い長期的に金利低下や為替レートの増価が見込まれること。③構造的要因：資本取引規制の緩和など、海外投資家の導入が図られていること。

### Ⅲ－３．債券市場の課題

#### Ⅲ－３－１．社債の発行体や国債・社債の発行期間に関する課題

次に、債券市場の様々な課題についてみる。まず、社債の発行体は一部の大企業に限られ、発行残高上位企業の占める割合が高い。特に、政府系企業が大きな役割を果たしており、民間企業の発行には拡大余地がある。また、業種は銀行やインフラ関連に偏り、非金融一般企業の発行が少ない。中国やマレーシアを中心にエネ

表3 長期自国通貨建てソブリン格付けの推移（S&P社による）

	2006年11月末	2017年4月末	改善・悪化
中国	A/Stable	AA-/Negative	改善
香港	AA/Stable	AAA/Negative	改善
インドネシア	BB+/Stable	BB+/Positive	改善
日本	AA-/Positive	A+/Stable	悪化
韓国	A+/Stable	AA/Stable	改善
マレーシア	A+/Stable	A-/Stable	悪化
フィリピン	BB+/Stable	BBB/Stable	改善
シンガポール	AAA/Stable	AAA/Stable	不変
タイ	A/Stable	BBB+/Stable	悪化
ベトナム	BB/Positive	BB-/Stable	悪化

（注）同期間に改善した国および不変であった国に網掛けした。

（出所）Asian Bonds Online

ルギー・インフラ関連の社債発行が多くなっていることは、政府系企業の発行が多いことも関連している。

さらに、低格付け債の発行が少ないこと、一般的な発行体の信用力の低さや長期金融の未発達から国債・社債の発行期間が短いことなども課題となっている。

近年、非金融企業の発行が増加したという指摘もある<sup>1)</sup>。金融業が新興国の社債発行に占める割合は2000年の20%から2007年には43%に上昇したが、2013年には23%に低下した。Levinger and Li (2014)によれば、アジアでも2009～2013年に金融機関による社債発行は全体の33%にとどまっている。ただし、それ以外の業種は鉱業・公益事業19%、建設・不動産17%、運輸6%、通信2%、その他23%であり、エネルギー・インフラ関連が中心であることも再確認されている。

発行体の多様化を図るとしても、エネルギー・インフラ関連企業の資金調達手段として社債発行が適していることは間違いなく、その拡大を促進することも重要である。なお、社債の発行体にみられる以上の特徴は、各国でかな

り共通している。

### Ⅲ-3-2. 投資家の発展度に関する課題

機関投資家の規模（対GDP比率）は、金融システムの発展度に応じて国ごとに異なる（表4）。香港・シンガポール・韓国・マレーシアでは、機関投資家が相対的に発展している。対GDP比率は時系列的に上昇している国が多いものの、総じて上昇は緩やかであり、今後の発展余地が大きいと考えられる。

アジアの社債市場の拡大が緩やかである一つの要因として、Felman et al. (2011)は機関投資家の拡大が不十分であることをあげている。この論文では、ASEAN原加盟5カ国において銀行の存在感が大きく、投資信託の規模も拡大している一方、年金基金や生命保険会社の資産規模の対GDP比率が伸び悩んでいることが指摘されている。

ただし、債券市場の投資家構成をみると、機関投資家の比率が上昇して分散が進んでいる場合が多い。海外投資家のプレゼンスも多く、海外で拡大しており、投資家ベースの多様化が進んでいるといえる<sup>2)</sup>。

表4 機関投資家の資産の対GDP比率

	(%)			
	年金基金	保険会社	投資信託	合計
中国	10.2	14.3	5.1	29.6
インドネシア	5.1	7.0	6.1	18.2
日本	50.5	98.8	30.5	179.8
韓国	51.7	58.1	18.2	128.0
マレーシア	65.9	23.0	58.9	147.8
フィリピン	10.7	8.1	6.5	25.3
シンガポール	68.6	41.7	488.2	598.5
タイ	12.2	22.5	32.9	67.6
ベトナム	7.4	3.7	2.5	13.6

(注) 基本的に2014年末、一部は2013年末のデータによる。

(出所) Asian Development Bank (2015b), Appendix

1) Park (2016), 9ページ参照。

2) Park (2016)も、2010～2015年にインドネシア・韓国・マレーシア・タイで年金基金や保険会社等の国債保有比率が上昇し、多様化が進んだとしている。

### Ⅲ－3－3. 流通市場の流動性に関する課題

流通市場の流動性に関しては、多くの課題が残されている。各国において売買スプレッドの縮小や平均取引額の拡大に関して着実な改善がみられる一方、取引回転率に関しては顕著な改善がみられない場合が多い（表5－1、表5－

2）。特に社債は、多くの場合発行規模が小さく、また、発行後1～2カ月経過すると持ち切り（バイ・アンド・ホールド）タイプの投資家の手に渡ることが多いため、一般的に流動性は低い。アジア開発銀行は流通市場の流動性に関する市場参加者への年次サーベイを実施してい

表5－1 債券市場の流動性（売買スプレッド）

		(bps)				
		2000年	2004年	2008年	2012年	2016年
中国	国債	15.0	32.5	15.0	2.7	1.0
	社債	n.a.	107.5	50.0	10.4	n.a.
香港	国債	3.5	3.0	4.0	6.4	8.3
	社債	n.a.	10.0	25.0	21.3	n.a.
インドネシア	国債	15.2	21.4	3.7	5.9	5.2
	社債	n.a.	227.5	70.0	18.7	n.a.
韓国	国債	1.8	4.8	1.7	0.6	0.5
	社債	n.a.	n.a.	n.a.	1.9	n.a.
マレーシア	国債	4.9	3.5	12.2	2.7	2.1
	社債	n.a.	20.0	5.0	9.4	n.a.
フィリピン	国債	47.5	25.0	19.8	2.1	4.6
	社債	n.a.	57.5	37.5	34.5	n.a.
シンガポール	国債	1.6	5.5	20.0	3.1	3.0
	社債	n.a.	20.0	n.a.	15.9	n.a.
タイ	国債	2.8	7.3	9.8	3.2	2.3
	社債	n.a.	17.5	16.7	10.3	n.a.
ベトナム	国債	n.a.	n.a.	75.0	30.5	7.2
	社債	n.a.	25.0	156.3	138.3	n.a.

(出所) Asian Bonds Online

表5－2 債券市場の流動性（取引回転率）

		(回)				
		2000年	2004年	2008年	2012年	2016年
中国	国債	0.1	0.7	2.9	2.8	2.3
	社債	n.a.	0.1	3.4	4.2	1.0
香港	国債	48.1	34.7	84.7	7.2	2.6
	社債	n.a.	0.5	0.2	0.6	0.6
インドネシア	国債	0.7	0.7	1.9	2.6	2.2
	社債	0.0	0.2	0.3	1.0	0.8
韓国	国債	5.9	2.9	2.3	4.2	2.2
	社債	1.4	0.6	0.6	0.6	0.4
マレーシア	国債	2.5	1.8	2.6	2.6	1.5
	社債	1.1	0.8	0.3	0.4	0.3
フィリピン	国債	n.a.	2.1	1.2	2.1	n.a.
	社債	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
シンガポール	国債	5.0	3.2	3.9	2.3	2.1
	社債	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
タイ	国債	1.7	1.7	4.3	3.1	2.8
	社債	0.4	0.3	0.1	0.3	0.4
日本	国債	4.5	5.0	7.2	4.8	4.5
	社債	0.5	0.7	0.5	0.3	0.2

(出所) Asian Bonds Online

るが、多くの市場参加者が常に最も重要な項目であると評価しているのは、投資家の多様性である。

流動性を向上させるためには、債券を保有する投資家の多様化に加え、レポ・デリバティブなどの市場インフラの整備や発行される債券の種類に関する工夫など、多様な政策が求められる。また、投資家ごとに投資行動が異なることに留意すれば債券保有が分散することには意味があるが、域内の機関投資家の多くは未成熟であり、投資スタイルは持ち切り中心であることが多い。取引回転率の上昇には、各投資家の投資スタイルの変化が必要である。海外投資家比率が上昇していることから、国内機関投資家の拡大・高度化が求められる。

### Ⅲ－４．債券市場整備の目的の達成状況

#### Ⅲ－４－１．バランスの取れた金融システムの形成

次に、前述した債券市場整備の目的の達成状況を確認する。表6は、1997年末（または1995年末）から2015年末にかけての民間部門向け銀行信用残高と社債発行残高の対GDP比率の変化を示している。通貨危機の影響を受けたイ

ンドネシア・マレーシア・フィリピン・タイでは、2015年末の民間銀行信用残高の比率が1997年末に比較して低下しており、金融仲介機能が縮小している。ただし、時期を細かく分けるとリーマン・ショック以降は各国で比率が上昇しており、銀行融資は順調に伸びているといえる。

一方、社債発行残高の対GDP比率は多くの国で伸びているため、社債発行残高の民間部門向け銀行信用残高に対する比率は1997～2015年に香港・日本以外で上昇している。ただし、韓国・マレーシア以外は25%未満であり、銀行と社債市場のバランスが十分に取れたとはいえず、社債市場の一層の整備が求められるといえよう。

#### Ⅲ－４－２．ダブル・ミスマッチの改善

通貨危機の教訓から各国は外貨建ての短期借り入れを回避するようになっており、ダブル・ミスマッチは改善されたといえよう。対外銀行借り入れの現地通貨建て化も進んでいる。

しかし、資本流入に伴うリスクの軽減に債券市場の整備がどの程度貢献したかを検証することは難しい。第1に、実際に国内債券を発行している政府や企業に関しては、発行が外貨建て

表6 民間銀行信用と社債発行残高の対GDP比率の変化

	1997年末			2015年末		
	民間銀行信用	社債発行残高	社債／銀行信用	民間銀行信用	社債発行残高	社債／銀行信用
中国	103.0	4.4	4.3	131.8	20.0	15.2
香港	172.8	17.9	10.4	313.7	29.4	9.4
インドネシア	60.8	2.4	4.0	32.9	2.2	6.7
韓国	68.2	38.1	55.9	83.4	76.9	92.2
マレーシア	158.4	35.0	22.1	111.5	43.9	39.4
フィリピン	56.5	0.0	0.0	37.3	6.1	16.4
シンガポール	102.2	12.1	11.8	132.1	32.2	24.4
タイ	121.1	3.0	2.5	91.4	18.6	20.4
ベトナム	35.3	0.0	0.0	111.6	0.7	0.6

	1995年末			2015年末		
	民間銀行信用	社債発行残高	社債／銀行信用	民間銀行信用	社債発行残高	社債／銀行信用
インド	39.7	1.8	4.5	73.8	14.6	19.8
日本	87.4	24.2	27.7	93.6	15.8	16.9
アメリカ	33.7	79.6	236.2	48.1	117.1	243.5

(注) 1997年に関して、中国・韓国・マレーシア・フィリピンの社債は、B I Sのデータによる。ベトナムは、2000年のAsian Bonds Onlineのデータによる。

(出所) Asian Development Bank, *Key Indicators*, Asian Bonds Online, インド・日本・アメリカはPark (2016)

借り入れの減少に結びついた可能性がある。ただし、前述の通り、債券を発行する企業は一部の大企業に限定されている。第2に、債券市場の拡大が資本流入を抑制する効果は小さいとしても、危機時にスベア・タイヤの役割を果たしたことは資本流出の影響を緩和したことを意味し、ダブル・ミスマッチの軽減とは別の形で危機の影響を抑制したことになる。第3に、国内債券市場における海外投資家保有比率の上昇は、新たな資本流出リスクをもたらしている。第4に、リーマン・ショック以降、米国金利が低下し、アジア諸国の政府・企業による主要通貨建て債券の発行が増加した(図2)。これらの国では、民間部門債務の対GDP比率が上昇する中で外貨建て債務も増加している。新興国に向かう資本フローは不安定性が増していることから、ダブル・ミスマッチの拡大による通貨・金融危機を繰り返すことのないよう、銀行や企業のバランスシートに関する規制監督を強化する必要がある。

### Ⅲ-4-3. 域内金融統合の促進

アジア諸国のクロスボーダー長期債券投資に関する域内比率を算出すると、図3のようにな

る。近年の比率は概ね安定的であり、その水準もそれほど低くはない。域内金融統合に向けた努力の継続により、さらに上昇する可能性もあろう。

これらの諸国の投資額が世界の投資額に占める割合は2010年の2.0%から2016年には4.4%に上昇し、同じく投資の受け入れ額が世界の受け入れ額に占める割合は1.5%から3.1%に上昇した。世界におけるアジア債券市場の存在感は、着実に高まっている。

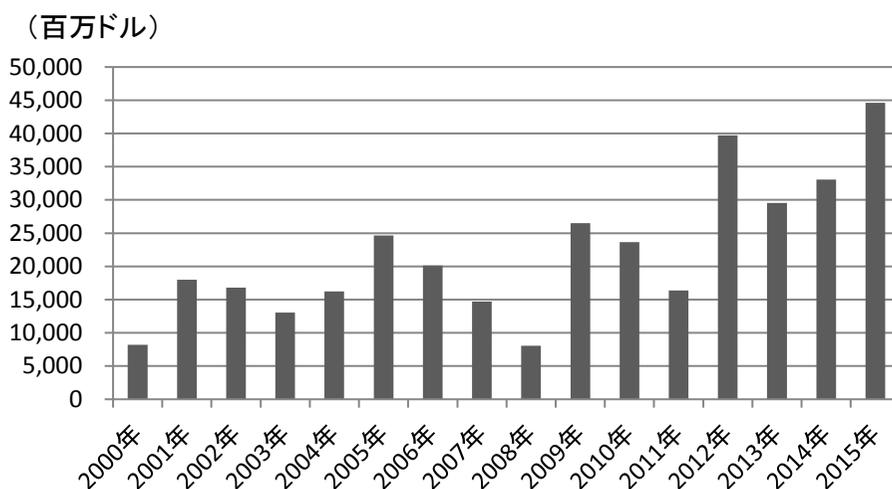
### Ⅲ-5. 小括

アジア債券市場は大幅に拡大し、金融システムは大きく変化した。市場整備の努力は大きな成果をあげたといえよう。国債に対する先進国からの投資が急増した国も多い。

しかし、市場の発展度は国により多様であり、社債市場において発行体が限定されていること、機関投資家が総じて未整備であることなどの問題が残されている。全体的にみれば、債券市場の発展余地は大きいと評価できよう。

今後は、前述の様々な問題点を改善するための取り組みを強化するとともに、特に発展が遅れたCLM諸国などの市場整備に注力すること

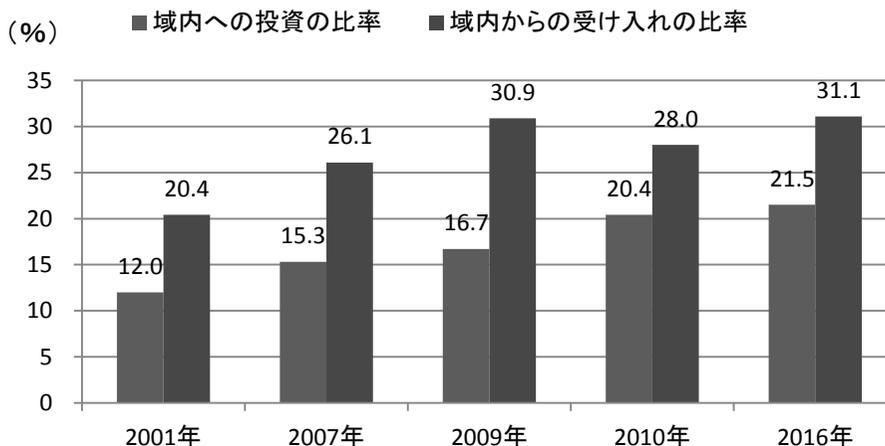
図2 ASEAN 5カ国のドル・ユーロ・円建て国際債券発行額



(注) 5カ国はインドネシア・マレーシア・フィリピン・シンガポール・タイ。

(出所) Asian Bonds Online

図3 アジア諸国のクロスボーダー長期債券投資に関する域内比率の推移



(注1) 投資国は香港、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ。受け入れ国はこれらに中国とベトナムを加えたもの。

(注2) 2016年は6月末。

(出所) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*

が求められよう。

## IV. 債券市場の発展要因

### IV-1. 経済的な要因

次に、債券市場の発展要因について、社債を中心に整理する。以下の記述は、9カ国・地域（中国・香港・インドネシア・日本・韓国・マレーシア・フィリピン・シンガポール・タイ）を対象としたBaek and Kim (2014) の分析を参考とした（以下、「先行研究」と表記<sup>3)</sup>）。

まず考えられるのは、経済的な要因である。第1に、経済の規模である。規模が大きい方が、債券市場は発展しやすいと考えられる。市場インフラを作る際に固定費用がかかること、市場が大きい方が流動性を得やすいことなどが

理由である。先行研究では、経済規模は国債市場の拡大に負の効果を与える一方、社債市場の拡大には正の効果を与える（そのため債券市場全体では効果は不明確）という結果が得られている。

第2に、経済の発展度である。発展度が低い場合、投資環境が悪い、商業活動への政府の介入が多い、法制度（債権者の権利、透明性、コーポレート・ガバナンスなど）が未成熟である、などの要因が債券市場の拡大を妨げる。先行研究では、経済の発展度は確かに影響しているが、真に重要なのはそれに相関する法制度の

3) この論文は、複数の先行研究を踏まえ、債券市場規模の対GDP比率を被説明変数とし、説明変数として経済の規模（GDP）、経済の発展度（一人当たりGDP）、金融セクターの発展度（銀行および株式市場の規模）、インフレ率、為替レートの安定性、制度に関する変数（民主主義の発展、法的権利の確立、信用情報の向上）などを用いて、債券市場の発展要因を分析している。

要因であるとしている。ただし、経済の発展が発行体や投資家の拡大・成熟をもたらす効果もあるように思われる。

第3に、マクロ経済の安定度である。特に、インフレ率・金利や為替レートが重要と考えられる。インフレ率の低位安定はキャッシュフローの価値を安定させるため、期間の長い債券市場の拡大には不可欠である。また、為替レートの安定は為替リスクを引き下げ、海外からの投資を増やす。先行研究ではこれらの関係が確認され、インフレ率や為替レートの安定が債券市場の拡大を促すという結果が得られている。

#### IV-2. 金融システムの要因

金融システムの発展は、債券市場の拡大を促すと考えられる。先行研究における説明変数は、第1に、銀行部門の規模である。銀行が発行体・投資家・仲介業者として重要な役割を果たすことに注目すれば、銀行と債券市場の規模には正の相関があると考えられる。一方、資金調達手段としての両者の関係は代替的であり、銀行が先行して発達した金融システムにおいては銀行が債券市場の拡大を抑制する場合がある。先行研究では、市場支配力のある銀行がこのような行動をとるケースを想定し、第2の説明変数として銀行の集中度を用いている。また、株式市場の規模（市場時価総額）を第3の説明変数としている。

分析結果では、国債と社債の合計の場合、銀行部門の規模とは正の相関、銀行部門の集中度および株式市場の規模とは負の相関が得られた。しかし、国債では有意なのは株式市場規模との関係のみとなり、社債ではどの説明変数とも有意な関係が得られない。

このように、銀行部門や株式市場との関係は、特に社債の場合、不明確となっている。ただし、債券市場と株式市場はともに資本市場であり、市場制度・発行体・投資家などの必要性

に留意すれば、正の相関が得られる可能性もあると思われる。

#### IV-3. 法制度の要因

法制度の確立は、金融システムの拡大に重要な役割を果たす。先行研究における説明変数は、第1に民主主義の成熟度を示す変数、第2に債権者・債務者の法的権利の確立度を示す変数、第3に信用情報の発達度（カバレッジの広さや入手の容易性など）を示す変数である<sup>4)</sup>。分析結果では、国債市場に関しては第1の変数が10%有意であるが、第2・第3の変数は有意ではない。社債市場に関しては、第1の変数は有意でないが、第2・第3の変数は1%有意となっており、債権者の法的権利や信用情報の重要性が示されている。

なお、法制度面では、以下の諸点も重要である。①市場関連の法規制：証券取引法、会社法などのコーポレート・ガバナンスの関連法規、破産法など。クロスボーダー取引を想定すれば、資本取引規制も含まれる。債券市場において特に重要なのは、破産法の整備により債権者の権利と債務者の責任を明確にすることである。②格付け制度を含む企業の情報開示：その整備は投資のインセンティブを高め、市場の拡大や流動性の改善につながる。信用リスクが相対的に高い企業による債券発行が可能になることも考えられる。③上記①、②の法律や制度を担う会計士、証券アナリスト、格付け機関、裁判所など。④非居住者に対する源泉課税などの債券投資を阻害する税制の変更：税制が他の金融手段に比較して不利であることは、債券市場の発展を阻害する要因となる。

#### IV-4. その他の要因

##### IV-4-1. 発行体

債券市場の構成要素としては、発行体と投資家が最も重要である。市場参加者は、経済的な

4) 出所はいずれも世界銀行（第1の変数はWorldwide Governance Indicators、第2・第3の変数はDoing Businessによる）である。

利益など十分な参加の動機を有するとともに、市場に参加できる能力を持たなければならない。発行体の場合、設備投資などの長期資金需要が旺盛であること、債券発行コストが銀行借り入れ金利を下回ることなどである<sup>5)</sup>。市場への参加は、多様な環境整備により促進される。

アジア諸国の企業はほとんどが中小企業であり、債券発行が可能な規模や信用力を備えた企業は限られている。この制約を緩和するためには、以下の方策が考えられる。①企業が経営合理化やガバナンスの改善などにより信用力の向上を図ること。②市場インフラの整備（発行規制の簡略化、情報開示の充実、破産法の整備など）により、発行コストの引き下げや情報の非対称性の軽減を図ること。③非居住者（国際機関、多国籍企業など）の発行を増やすこと。これには、国際基準の採用等による市場インフラの水準向上が前提となる。④証券化や信用保証などを用いて中小企業の発行を可能とすること。ただし、発行体のモラル・ハザードに注意する必要がある。⑤投資家の投資対象の拡大により、信用力の低い発行体の発行（ハイ・イールド債）を可能とすること。

#### Ⅳ-4-2. 投資家

機関投資家、個人投資家、海外投資家の拡大が求められる。機関投資家は、債券市場の拡大、流動性の改善、金融技術の進歩、コーポレート・ガバナンスの向上などをもたらすことが期待される。機関投資家による活発な取引を実現するためには、国債の強制保有や最低格付け制限などの投資対象に関する規制を緩和すること、時価会計の採用を促すこと、運用手法やリスク管理手法の向上を支援することなどが必要である。

#### Ⅳ-4-3. 仲介業者および政策当局

仲介業者は適度に競争的であり、かつビジネスとして成立しなければならない。地場の証券会社や銀行が、中心的な役割を果たすことが望ましい。社債市場では仲介業者が情報開示機能の一部を担うとともにマーケットメイクの機能も求められるため、高度な専門性が必要となる。また、市場整備にコミットした当局の存在がきわめて重要である。市場整備は財政・金融政策などとも関連するため、他の当局との間で利害関係が発生する。市場整備を担当する当局の能力が、市場発展の行方を左右する。

#### Ⅳ-4-4. 市場を構成する直接的なインフラ

①国債・短期金融市場。国債市場は無リスクのベンチマーク金利を提供するとともに、仲介業者の育成を促す。短期金融市場は短期金利体系の形成に不可欠であり、その整備はレポや金利・通貨スワップなど、債券市場関連取引の拡大にもつながる。②取引所などの取引の場（trading platforms）。③市場価格や取引状況の情報を伝達するインフラ。市場価格の透明性は取引の信頼性を高めるとともに、投資家のポートフォリオの時価評価を支援する。④デリバティブやレポの市場。市場リスクや信用リスクのヘッジを可能とするデリバティブ取引の存在は市場価格の透明性・正確性を高め、それが市場流動性の向上やボラティリティの低下につながる。⑤債券の取引・決済システム。⑥外国為替市場。クロスボーダー取引において、為替取引はきわめて重要である。

#### Ⅳ-4-5. 流通市場の発展に関する要因

アジア開発銀行が実施している市場参加者への年次サーベイでは、流動性に影響する要因として、①投資家の多様性、②市場アクセス、③

5) 社債の発行にかかる費用は、①引受手数料を含む幹事手数料、②監督当局への登録や上場に要する費用（弁護士費用を含む）、③格付け取得費用、④投資家への販売費用（プレゼンテーション等）、⑤税金、などである。これらの負担は国により大きく異なり、また一部の費用は初回発行の場合に著しく高い。さらに、固定費的な性格のため、発行額が大きいほど負担率は小さい。したがって、発行コストが高い場合、中小企業や格付けの低い企業の発行意欲は大きく損なわれることになる。

外国為替規制，④市場参加者による短期資金調達の容易さ，⑤税制，⑥決済・預託インフラ，⑦ヘッジ手段，⑧透明性，が検討されている。①は市場参加者に関する要因，②・③・⑤は法

制度に関する要因，④・⑥・⑦・⑧は直接的なインフラに関する要因といえる。各回の調査では，①が流動性に影響する最大の要因であると評価されている。

## V. 各国債券市場の発展状況

本節では，8カ国（韓国・マレーシア・中国・タイ・インド・フィリピン・インドネシア・ベトナム）の債券市場の動向について社債を中心に述べ，市場発展の要因がどのように作用しているかを考える。記述の順序は，概ね社債発行残高の対GDP比率が高い順である<sup>6)</sup>。

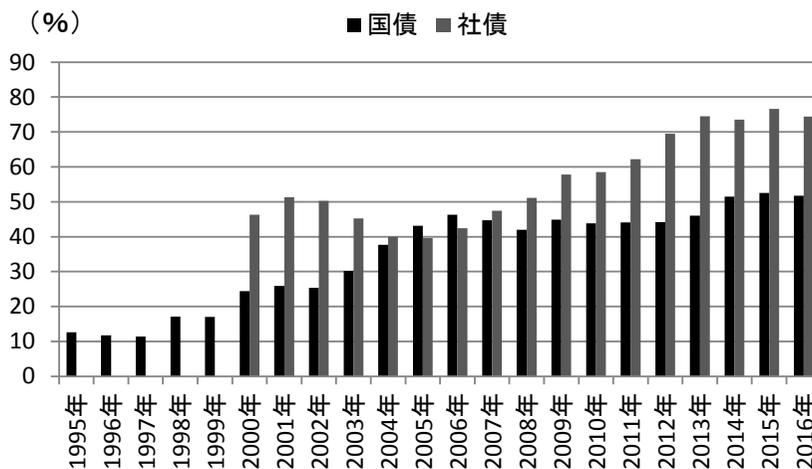
### V-1. 韓国

アジア通貨危機以前，債券市場は社債を中心に拡大し，期間3年の社債がベンチマークとなっていた。流動性は国債よりもはるかに高かった。国債市場は銘柄ごとに分断され，発行金利も市場ベースより低かった。しかし，通貨

危機以降，景気回復と構造改革の推進のために国債・公共債の発行が増加した（図4）。多様な市場育成策が実施され，社債に代わり3年国債（後に5年債）がベンチマーク機能を果たすようになった。国債の発行額は2009年に景気対策の実施に伴って急増し，その後やや減少したものの，安定的な発行が継続されている。国債発行残高の対GDP比率は，2014年以降，50%を超えている。

一方，資本市場育成法が1968年に成立し，1970年代から社債市場育成策が実施された。通貨危機以前は，金融機関（商業銀行，総合金融会社，証券会社，保証専門会社など）の保証

図4 債券発行残高の対GDP比率（韓国）



(出所) Asian Bonds Ooline

6) 紙面の都合上，香港・シンガポールは省略した。

付きの社債が大半を占めていた。社債に対する保証と公募債発行が導入されたのは1972年である。通貨危機以降は多くの銀行が経営危機に陥ったため、社債に対する保証も減少した<sup>7)</sup>。2003年以降、保証付きの発行は全体の1%未満となった。

また、通貨危機後は信用リスクを顕在化させる問題がたびたび発生し、2000年以降、社債の発行は伸び悩んだ<sup>8)</sup>。2000年代半ばに発行はようやく増加に転じ、発行残高の対GDP比率は2005年の39.6%から2016年には74.4%となった。発行体に関しては、他のアジア諸国と共通する特徴、すなわち政府系企業・大企業が多いことや業種が金融機関やエネルギー・インフラ関連などに偏る傾向が韓国でも顕著である。2016年9月末に発行残高上位30社が全体の63.5%を占めるが、そのうち17社が政府系機関・企業である（第1位はKorea Housing Finance Corporation）。発行残高の少なくとも37.2%が政府系機関・企業によって占められている。その中にはKorea Deposit Insurance Corporationのような公的機関が多数あり、社債市場整備の目的として民間企業の資金調達構造の変化を重視する立場からは、韓国の市場拡大は必ずしも前向きには評価できないであろう。

また、業種別では30社中21社が金融関連であり、他はインフラ関連6社、不動産1社などである。発行残高における金融業の割合は、少なくとも45.5%となる。1997年には製造業が7割を超えていたことと比較すると、政府系企業や金融機関が多くを占める現状（政府系金融機関も多く両者が重複していることには注意）は様変わりといえよう。

債券市場の投資家構成は、以下の通りである（2016年6月、比率が小さいものは省略、以下、各国とも同様）。国債：銀行13.4%、保険会社・年金基金31.7%、その他金融機関20.5%、中央

政府19.3%。社債：銀行8.2%、保険会社・年金基金37.7%、その他金融機関33.1%、中央政府12.3%。銀行の比率が大幅に低下する一方、多様な機関投資家のプレゼンスが増している。海外投資家は国債市場で9.7%、社債市場では0.1%にとどまる。個人投資家の保有は少ない。社債は持ち切りの場合が多く、流通市場における社債取引の割合は最近では国債取引の10%以下となっている。

商業銀行はパーゼル3により流動性規制が強化されるため、一定の債券保有が続くと考えられる。国民年金（National Pension Service）の総資産は急拡大しており、金融商品による運用額の56%を国内債券に投資している。生命保険会社の運用資産は2017年2月現在約788兆ウォンとアジアでは日本に次ぐ規模であり、その35.6%を公共債、5.7%を社債に投資している。資産運用業は投資信託会社（ITCs）のほか、商業銀行の信託勘定や証券会社など、金融監督院の認可を受けた86社（2014年10月現在）からなる。

社債市場が発展した要因は、第1に、1970年代から当局による積極的な市場整備が進められ、早い段階で銀行融資と並ぶ資金調達手段として確立したことである。必要な法規制整備も着実に行われている。

第2に、経済の高成長を背景に、発行体となる大企業（大半は財閥系）が増加したことである。製造業主導型の成長であるために大企業の設備投資資金需要が旺盛であったことも、社債発行の促進要因となった。

第3に、通貨危機以前は銀行保証が市場を拡大させたことである。通貨危機後には保証が行われなくなる一方、銀行の不良債権処理をきっかけに証券化取引が拡大した。

2000年代前半には、社債市場への信認が揺らぐ中で格付けの高い発行への集中がみられ

7) 銀行が保証に際して引当金の積み立てを求められるなど、規制が強化されたことも保証が減少した要因である。

8) 1999年7月には大宇グループの破綻、2003年3月にはSKグループの会計スキャンダルとカード会社の経営悪化などが発生している。

た。近年、ハイ・イールド債ファンドの導入やプロ投資家市場の設立により低格付け債の発行促進が図られているものの、十分な成果は上がっていない（表7）。また、銀行保証の消滅とともに格付け機関の役割が大きくなり、4社ある格付け機関に対する規制が強化されている。

第4に、投資信託会社が市場育成の手段として政策的に利用されたことである。ただし、これには財政経済部（Ministry of Finance and Economy）による経営の掌握、ファンド内有効証券の時価評価の未実施、顧客に対するファンド収益率の保証など、多くの問題が伴った。最近では、年金基金や保険会社の資産の急増が社債市場の拡大を後押ししている。

以上の要因には、問題点も含まれる。通貨危機以前には社債が銀行保証付きで発行され、社債発行は銀行融資の代替に近いものであった。投資信託会社による投資が政策的に行われたこともあり、発行体の信用リスクが正しく認識されることなく市場が拡大した。

通貨危機後、たび重なる市場の混乱を経験した投資家は社債の信用リスクに対して警戒的に

なり、低格付け債の発行は難しくなった。そのため、社債の発行は財閥系の大企業か政府系企業にほぼ限定され、中小企業による発行はきわめて少ない<sup>9)</sup>。一方、大企業による銀行借入れが日本などに比較して少ないことが、社債発行が多い背景となっている。

投資家は現在も保守的であり、低調な景気を反映した資金需要の減退から優良企業が社債発行を手控える中であって、A格の発行も難しくなっている模様である。

## V-2. マレーシア

国債は開発資金を調達するために発行され、その残高は1970～1985年に年平均17%増加した。1980年代後半以降、社債市場の整備が重視されて国債発行は減少し、残高は横這いとなったが、1998年以降、通貨危機対策などから再び発行が増加した（図5）。発行の定期化やリオープン（同一銘柄の複数回発行）の導入などの市場育成策も実施された。イスラム国債（Government Investment Issues）や個人向け国債（Savings Bonds）も発行されている。

第9次5カ年計画（2006～2010年）や世界

表7 現地通貨建て社債の現地格付け機関による格付け（2010年～2015年9月）

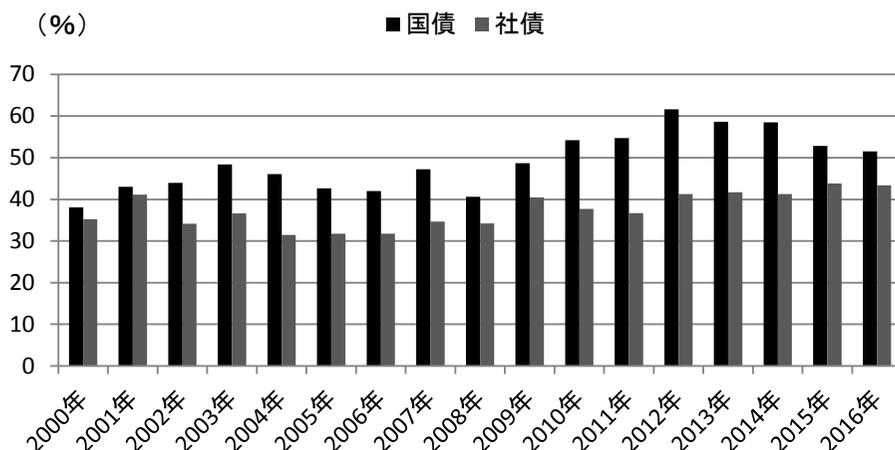
	(%)				
	AAAおよびAA	A	BBB	BB以下	無格付け
中国	99.9	0.0	0.0	0.1	0.0
インドネシア	65.8	28.8	3.9	0.8	0.8
韓国	80.9	13.0	2.9	2.1	1.0
マレーシア	88.9	8.9	1.0	0.8	0.3
フィリピン	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0
タイ	16.7	62.9	18.2	0.9	1.3
インド	82.8	10.6	2.9	3.4	0.3
日本	59.0	34.1	6.8	0.1	0.0
米国	4.7	16.1	23.5	55.7	n.a.
欧州	6.9	26.8	24.3	42.0	n.a.

(注) 米国と欧州は2015年1～3月期の実績。

(出所) BIS Monetary and Economic Department (2016)

9) このほか、証券会社が社債を発行しているのはELS（Equity-Linked Securities）を組成販売するためであり、自らの資金調達のためではないという指摘もある。

図5 債券発行残高の対GDP比率（マレーシア）



(出所) Asian Bonds Online

金融危機後の景気対策実施を背景に、国債発行残高の対GDP比率は2006年の42.0%から2012年には61.6%に上昇した。その後は発行が抑制され、2016年には51.5%に低下している。国債は先進国の投資家が利用する運用インデックスにも入っており、そのことが投資の促進要因となっている。

社債（Private Debt Securities）市場は1980年代半ば以降、民間部門を経済成長のエンジンとする政策の採用に伴って急速に発展した。1988年、中央銀行が発行のガイドラインを発表し、発行者の資格（最低資本金、債務比率の上限など）や最低発行額などを規定した<sup>10)</sup>。

通貨危機以前には社債の多くが銀行保証付きで発行され、1995年には発行額の45%を占めた<sup>11)</sup>。これは、発行に最低格付け制限が設けられていたこと、機関投資家側にも投資対象を銀行保証付きに限る規制があったことなどによる。危機後は銀行が信用リスクを負うことに慎重になり、銀行保証はほとんどみられなくなった<sup>12)</sup>。

また、1995年には社債発行額の86.7%が私募債（投資家が10以下）であった<sup>13)</sup>。銀行保証付きが多かったことも考慮すると、社債発行は銀行融資に近いものであったと考えられる。私募債が多かった理由としては、公募債発行手続きが煩雑であったことも大きい<sup>14)</sup>。

2000年には証券委員会（Securities Commission）によって社債発行手続きが簡略化され、発行が拡大した。金利低下による流動性の増加、銀行の融資態度の慎重化、リストラクチャリングへの活用なども発行増加につながった。また、1986年に設立された住宅金融機関であるチャガマス社（Cagamas Group）などによる証券化取引の拡大も貢献したが、世界金融危機以降、取引は急減した。

さらに、重要な役割を果たしているのがイスラム金融である。イスラム社債の発行は1990年に開始され、2002年には発行額が通常の（Conventional）債券を上回り、発行に関する優遇措置も採られた。2006年末にはイスラム社債の発行残高が通常の債券を上回り、2016

10) 最低発行額は2,500万リングとされた。

11) 首藤（2001）による。

12) 2002年の銀行保証付きの発行は5件、発行総額は約6億リングにとどまった。

13) 首藤（2001）による。

14) Bank Negara Malaysia（1999）による。

年9月末において債券発行残高に占めるイスラム債の割合は、国債が39.9%、社債が73.3%となっている。イスラム社債発行の大半を占めるのはイスラムMTNである。海外の発行体が外貨でイスラム債を発行する場合も多い。マレーシア最大の格付け機関であるRAM Ratingsは、「スクーク市場への参加により発行体は投資家を多様化でき、投資家は投資商品を多様化できる」と述べている<sup>15)</sup>。実際、中東などのイスラム諸国からマレーシアへの投資が多い。

社債発行企業の業種は、もともとインフラ関連（電力・有料道路・通信サービスなど）が主体であった。通貨危機前後からは金融・保険・不動産業も増えた。製造業は2000年代前半までは一定の割合を占めていたが、近年はほとんどなくなった。

2016年9月末に、発行残高上位30社が全体（5,366億リング）の54.7%を占める。業種別内訳は、銀行6社、ファイナンス9社、運輸・倉庫・通信6社、エネルギー・ガス・水道7社、建設・不動産各1社である。銀行・ファイナンス会社の発行残高は、社債全体の29.6%を占める。また、30社中19社が政府所有企業であり、2～7位はすべて政府系である。

国債・社債とも、発行期間が長期化している（表8）。社債は34.7%が10年超であり、AA格以上の企業は比較的容易に15～20年の固定金利資金を調達できる。A格以下の発行は少なく、

「格付けの崖」（rating cliff）といわれる。年金基金・保険会社・金融機関などの保守的な運用規制が背景にある。A格以下では発行コストが高いため、企業は銀行融資を利用することが多い。

債券市場の投資家構成（2016年6月）は、以下の通りである。国債：金融機関28.5%、海外投資家34.3%、社会保障機関27.9%、保険会社5.1%。社債：金融機関46.5%、海外投資家5.8%、保険会社33.3%、被雇用者年金基金9.9%。

銀行は債券の重要な投資家であり、イスラム国債はほとんどが銀行とイスラム銀行によって保有されている。代表的な社会保障機関は被雇用者年金基金（EPF）であり、年金基金（Provident Funds）の総資産の85%以上を占める。これらの基金は、債券の中心的な投資家となっている。EPFの運用資産は2016年末に7,311億リングと、10年前の2.6倍に増加している。また、2017年3月末に生命保険会社と一般保険会社の総資産はそれぞれ2,410億リング、398億リングとなり、2011年末に比較するとそれぞれ1.45倍、1.28倍に拡大している。さらに、ユニット・トラスト（投資信託）の純資産価値（NAV）は、2011年の1,057億リングから2015年末には1,894億リングに増加している。

社債市場が発展した要因は、第1に、政府の積極的な市場育成策が1980年代から行われたことである。イスラム金融の振興も特徴的であ

表8 債券市場の期間構成（2016年末）

	国債				社債			
	1～3年	3～5年	5～10年	10年超	1～3年	3～5年	5～10年	10年超
中国	25.6	26.8	38.4	9.2	36.9	28.0	28.5	6.7
インドネシア	17.8	12.1	27.5	42.7	52.1	30.4	16.1	1.5
韓国	34.6	19.5	21.1	24.8	46.3	21.7	17.6	14.4
マレーシア	25.6	24.5	30.5	19.3	15.4	14.6	35.4	34.7
フィリピン	19.3	14.4	25.4	41.0	21.1	34.6	42.3	2.1
シンガポール	27.0	20.1	25.7	27.1	23.0	25.1	28.5	23.4
タイ	34.1	17.6	18.6	29.7	39.1	22.1	32.0	6.8
ベトナム	31.9	41.3	11.3	15.6	20.2	64.0	15.8	0.0

（出所）Asian Bonds Online

15) 日経ヴェリタス2014年11月23日号「イスラム金融、世界で年2割の伸び」による。

り、イスラム国債の発行によるイールドカーブの確立やイスラム債の発行を円滑化する税制面の多様な措置などが行われた。2011年の金融部門ブループリントにも、イスラム金融の国際化を推進する方針が示されている。

第2に、通貨危機以前の経済の高成長とともに市場が拡大したことである。この時期は銀行保証付きの発行が多く、社債は融資の代替として利用された<sup>16)</sup>。通貨危機後の証券化取引の発展も、市場の成熟化や拡大に貢献した。活発なプロジェクト・ボンドの発行など、インフラ・ファイナンスへの活用も市場拡大を促進している。プロジェクト・ボンドは、実物資産の取引を伴うイスラム金融と親和性が高いことが活発な発行の背景にある。また、非居住者によるヘッジ取引（国債先物や短期金利のヘッジ）が可能となったこと、社債・スタークの格付け義務が2016年末に廃止されたこと、会計基準がIFRSに準拠していることなどから、海外の発行体も増加している。

第3に、機関投資家が発展し、運用資産が増え続けていることである。当局は機関投資家の金融仲介機能を重視しており、EPFなどがリスク資産投資を増やして貯蓄投資不均衡の縮小に貢献すべきであるとしている。

市場の課題としては、インフラ・ファイナンスへの活用にも起因する発行体に政府系企業が多いこと、民間企業でも業種が偏っていること、低格付け債の発行が少ないことなどがあげられる。資本市場マスタープラン2（2011－2020年）では、多様な企業による発行を可能とするため、投資家層の拡大、債券種類の多様化、市場インフラの強化などを求めている。特に、ドキュメンテーションや情報開示に関する市場慣行の改善、格付け機関の強化などが重視されている。債券市場の投資家は一部の機関投資家に集中しており、これらの投資家はきわめて保守的であるため、その点の改善も重要な課

題であるといえよう。

### V-3. 中国

債券市場の規模は、米国・日本に次ぎ世界第3位である。国債（公共債）には、①中央政府債券（財政部が発行）、②貯蓄債券（個人向け、流通不可）、③中央銀行手形、④地方債（中央政府が代理発行する場合もある）、⑤政策銀行債（国家開発銀行・中国輸出入銀行・中国農業発展銀行が発行）、がある（図6）。2015年1月に新予算法の施行により地方債の発行に関する規定が限定付き容認に転換され、残高が急増している。

社債には、通常債券（国有企業を中心とする非上場企業が発行する企業債（enterprise bonds）、民間企業を中心とする上場企業が発行する公司債（exchange-traded bonds））のほか、MTN（中期手形）、CP、超短期CP、転換社債、ワラント債、私募債などがある。非居住者が国内で発行するパンダ債や中小企業専用の債券（3種類）もある。

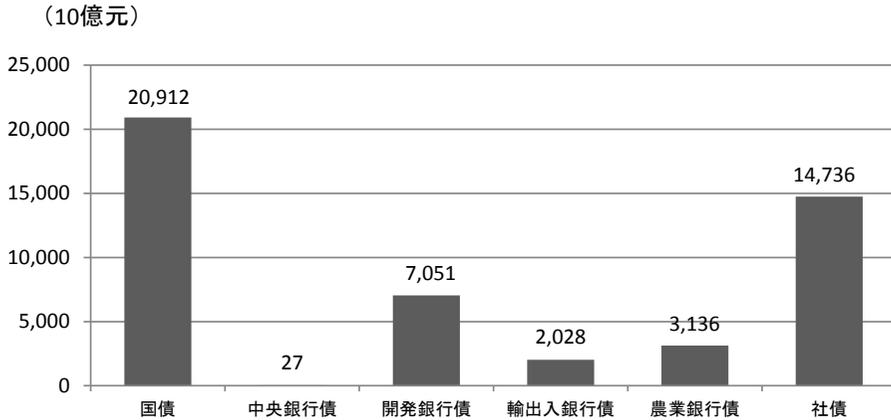
証券化取引は2005年に開始されたが、リーマン・ショック後の混乱を受けて新規発行は中止された。その後、2012年に当局の通知により試行プログラムが再開され、銀行による融資債権の証券化や自動車販売金融会社による自動車ローンの証券化などが行われている。2015年の証券化商品の発行額は6,020億元と、2013年の30倍近くに拡大した。ただし、投資家は一部の金融機関や機関投資家に限定され、海外投資家による投資は制限されている。

さらに、香港を中心とするオフショア市場では人民元建て債券が発行されており、香港では点心債と呼ばれる（2009年に発行開始）。点心債の発行規模はピーク時の2014年でも2,257億元と国内市場の1%未満であり、近年は人民元の国際化の後退に伴って発行が急減している。

債券市場は、大銀行が中心的な役割を果たす

16) 近年では、大企業は常に様々な資金調達機会を比較しており、債券発行と銀行融資は競争関係にある。銀行融資を得ることが容易な状況では、社債が選択されるためには発行コストが安くなければならない。

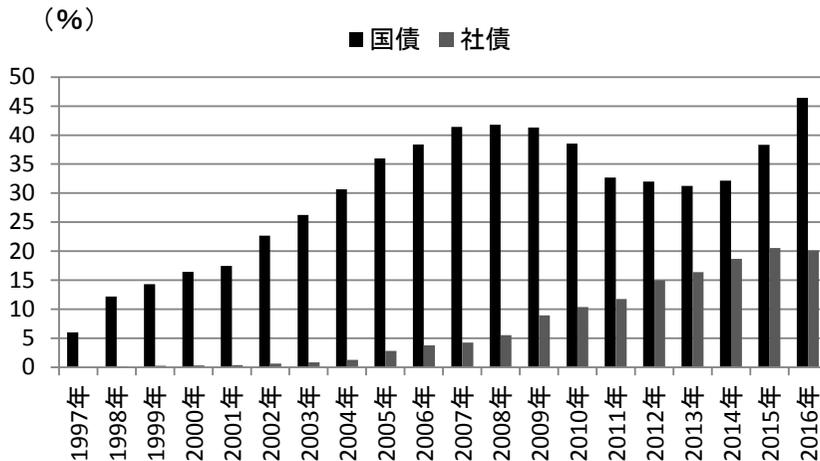
図6 債券の種類別発行残高（中国）



(注) 2016年9月現在。国債には貯蓄債券・地方債を含む。

(出所) Asian Development Bank, *Asia Bond Monitor* Nov. 2016.

図7 債券発行残高の対GDP比率（中国）



(出所) Asian Bonds Online

銀行間市場，上場企業の債券が取引される取引所市場，個人投資家向けで実質的には銀行間市場の一部である店頭市場の3つに分けられる。発行額，取引額のいずれに関しても，銀行間市場が圧倒的に大きな比重を占めている。

国債の発行残高が積極財政を背景に着実に増加しているのに対し，社債は厳しい発行規制の下に置かれてきた（図7）。起債目的が政府の産業政策に合致しなければならず，発行は優良な国有大企業や政府主導のプロジェクトの資金

調達に限定されていた。

2005年ごろから金融機関債や社債の発行が急増したが，これは発行認可手続きが緩和・簡略化されたことに加え，商業銀行による普通債や劣後債，一般企業による短期融資債券（CP），資産担保証券（ABS）などの発行が可能となったことによる。2005年には，アジア開発銀行と国際金融公社がパンダ債を発行した。2014年には事業会社第1号としてダイムラー社が1年物私募債5億元を発行し，2015年秋以降，

パンダ債の発行は急増している。

企業債は国家発展改革委員会が発行を監督していたが、2007年に証券監督管理委員会が管轄する公司債が認められ、柔軟な発行が可能となった<sup>17)</sup>。これらの債券は取引所市場で流通していたが、それぞれ2005年と2007年に銀行間債券市場で取引可能となり、債券取引のほとんどが銀行間債券市場で行われるようになった。

2008年4月には、銀行間債券市場において、人民銀行が認可するCPに加え、自主規制機関である銀行間市場取引者協会（NAFMII）が制定する自主ルールに基づく中期手形（MTN）の発行が認められた。その後、期間3～5年のMTNが続々と発行され、社債発行の中心となった。この傾向は現在も続いており、ドイツ銀行によると、2016年5月現在の社債発行残高の内訳は、CP17%、MTN30%、公司債18%、企業債21%、私募債14%となっている。

社債の主な発行体は、大規模な国有企業や商業銀行である（表9）。上位30社の発行残高の合計は5.6兆元と全体の38.2%にとどまり、ASEAN諸国に比較すれば発行体は分散している。一方、30社中23社が政府所有企業であり、同じく14社が銀行である。バーゼル3の導入に伴い、期間のミスマッチの改善や自己資本の

強化を目的とする劣後債などの発行増加が予想される。

債券市場の投資家構成は、以下の通りである（2016年9月）。国債・政策銀行債：銀行68.4%、保険会社4.4%、ファンド機関13.6%。社債：銀行18.1%、保険会社6.3%、ファンド機関44.9%、その他30.3%。

債券市場の主な投資家は、国有商業銀行などの金融機関、機関投資家、一般企業、海外投資家、個人投資家などである。国債・社債とも銀行や保険会社の比率が低下し、投資信託などのファンド機関の比率が上昇している。国債市場では主要な投資家である銀行が流動性確保のために持ち切りを行っているため、流通市場の流動性には改善の余地がある。

年金基金としては、社会保障基金（National Social Security Fund）が2000年に設立された。資産の40%以上を銀行預金・中央政府債・政策銀行債で運用しなければならず、地方債・社債は20%までに制限されている。また、資産の20%以上が国債でなければならない。保険会社の運用はきわめて保守的である。2015年末に銀行預金と債券が56.2%を占め、株式および投資信託は15.2%、海外資産は1%未満となっている。投資信託も拡大しており、株式・

表9 現地通貨建て社債発行残高上位10社（中国）

発行体	発行残高	国有	上場	業種
China Railway	1,263.5	○	×	運輸
State Grid Corp of China	437.1	○	×	公益事業
China National Petroleum	365.0	○	×	エネルギー
Agricultural Bank of China	260.0	○	○	銀行
Bank of China	258.9	○	○	銀行
Industrial and Commercial Bank of China	258.0	○	○	銀行
China Construction Bank	212.0	○	○	銀行
Industrial Bank	196.0	×	○	銀行
Bank of Communications	194.0	×	○	銀行
Shanghai Pudong Development Bank	184.6	×	○	銀行

（注）2016年9月末現在。

（出所）Asian Development Bank, *Asia Bond Monitor* Nov. 2016, p.71.

17) この部分の記述は、関根（2009）を参考とした。

債券への投資を活発に行っている。

社債市場が拡大した要因をあげると、第1に、2000年代に規制緩和が段階的に進められ、多様な債券が発行できるようになったことである。第2に、経済の高成長が同時進行し、資金需要が旺盛な国有企業（製造業・エネルギー・公益事業・素材・不動産など）が多数出現したことである。また、商業銀行による社債発行も多く行われている。

債券市場の課題をあげると、第1に、海外からの参加を制限していることもあり、投資家構成のバランスの取れた流通市場が欠けている。債券市場における海外投資家保有比率は2%程度である。国債市場では急激な資金流入によって市場変動が増幅されており、2016年12月には短期金利の上昇などをきっかけに価格が急落した。投資家ベースの一層の多様化、特に年金基金・保険会社などの機関投資家の拡大が望まれる。

海外投資家の参加はQFIIやRQFIIに限られていたが、2015年以降、銀行間債券市場の対外開放が段階的に進められ、2017年7月には香港・中国本土間の相互債券取引（ボンド・コネクト）が開始された。今後、海外からの投資を促進するためには、流動性の改善が急務である。一方、対外開放により債券市場がグローバルな債券運用インデックスに組み込まれることも期待されており、実現すれば海外からの投資を促進する要因となろう。

第2に、多様な債券が発行されているが、監督機関が異なるなど種類ごとに市場が分断されている。流通市場も銀行間市場と取引所市場に分かれ、銀行間市場には個人投資家が参加できないなどの制約がある。

第3に、社債の発行体が国有企業にほぼ限定されている。民間企業が社債発行残高に占める割合は約10%と、経済活動におけるウェイトを大幅に下回っている<sup>18)</sup>。これは、国有企業の

規模が総じて大きいことも一因であるが、より大きな原因は国有企業の資金調達を優先する政策が長年続けられていることである。なお、発行体の多様化のためにはパンダ債の発行を拡大することも一つの方法であるが、規制の整備が不十分で不透明な部分が残されている。

第4に、多くの投資家が社債には暗黙の政府保証が付いていると考えている。実際、社債市場において初のデフォルトが発生したのは2014年であった。投資家は、企業の信用リスクを正しく認識する必要がある。そのためには、格付けの信頼性を高める必要もあろう。デフォルトの発生に伴い、社債発行は伸び悩み始めている。

第5に、資金調達における債券・株式発行の比率が低い。バランスの取れた金融システムの構築により、モラル・ハザードの改善が期待される。ただし、社債に関しても、発行認可が政策目的に影響されることや地方の非効率的なインフラ・プロジェクトの資金調達に利用されることなどが指摘されており<sup>19)</sup>、市場に対する政府介入の縮小が大きな課題となっている。

#### V-4. タイ

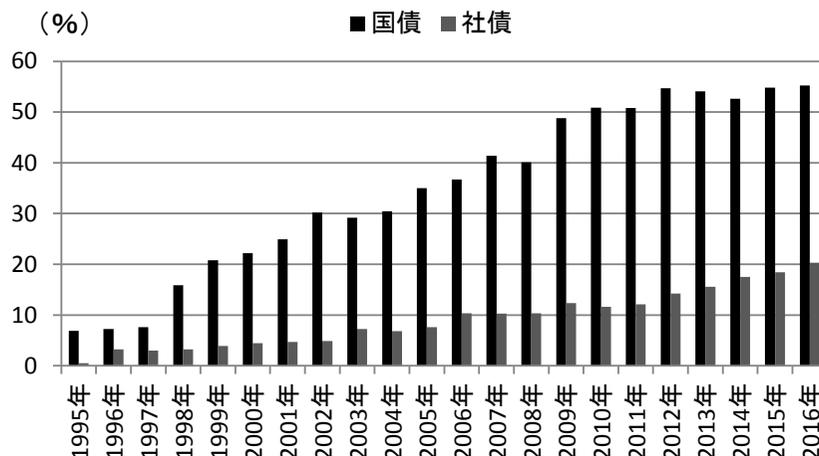
タイでは、1980年代前半にインフラ建設資金などの調達のために国債が発行されたが、その後は財政黒字となり、1987年から1997年までは国債発行が行われず、1997年末の発行残高は債券市場全体の2.5%に過ぎなかった。しかし、通貨危機以降、金融機関の損失処理、財政赤字のファイナンス、社会・経済の発展などのために発行が急増した（図8）。金利が低下する中で市場整備も進み、発行期間は20年まで伸長した。個人向け国債の発行も開始された。

タイでは、国営企業債も多く発行されている。政府保証付きの国営企業債は国債と同様の信用力を持つことから、金融機関の流動性準備

18) Borst and Lardy (2015), 327ページによる。

19) 五味 (2014) による。

図8 債券発行残高の対GDP比率（タイ）



(出所) Asian Bonds Online

とすることが認められている。そのため、90%近くの国営企業債が政府保証付きで発行されている。

1992年に証券取引法（Securities and Exchange Act）が制定され、社債発行基準が整備された。従来は公開株式会社（public limited companies）のみが社債を発行できたが、新たに非公開株式会社も証券取引委員会（SEC：Securities and Exchange Commission）の承認があれば発行できるようになった。これにより、社債の発行が大いに促進された。

通貨危機の発生により社債発行は一時停止したが、1998年後半には再開され、銀行を中心に発行額が急増した。その背景には、金利の低下に伴って借り換え意欲が高まったこと、激減した銀行借り入れの代替としての発行が増えたこと、景気回復に伴って新規投資が出てきたこと、などがあつた。

国債・社債とも、発行残高の拡大が続いている。国債の発行はリーマン・ショック前後に急増し、近年はピーク時よりは減少したものの、一定の発行額が維持されている。2000年代後半には、不胎化などを目的とした中央銀行債の発行が増加した。2016年9月末の国債発行残高は約7.8兆バーツであり、その構成は国債

51.6%、中央銀行債37.9%、国営企業債10.5%となっている。

一方、社債の発行額は国債に比較して小さく、2016年末の発行残高は約2.8兆バーツにとどまる。ただし、発行額は2000年代半ば以降に急増し、年間1兆バーツ程度で推移した後、2011年以降、金利の低下や銀行借り入れからの転換を背景に増加が加速した。発行は公募または私募で行われるが、私募債も公募債と同様に格付け取得とタイ債券市場協会への登録が義務付けられている（投資家が10名未満の場合を除く）。

発行体の業種は、従来から金融機関（銀行・保険会社・リース会社など）が中心であった。近年は、これに加えて建設資材（主にサイアム・セメント社）、通信、エネルギー・公益などの企業による発行がみられる。

2016年9月時点で発行残高上位30社が全体の55.4%を占めるが、そのうち政府所有企業は6社にとどまる。また、業種をみると、銀行7社、食品・飲料6社、エネルギー5社、不動産・情報通信各3社、金融・証券2社、建設資材・運輸・石油化学・商業各1社と、周辺諸国に比較して多様である。格付け別では、A格やBBB格の割合が他のアジア諸国に比較して高

い点も特徴的である（表7）。

2006年以降、海外企業によるパーツ債の発行も認められている。期間が3年超であること、格付けを取得することなどが条件となっており、2013年にはラオス政府による発行が行われた。また、2015年9月にはみずほ銀行が第1号のAMBIF債を発行している。

債券市場の主な投資家は、商業銀行と機関投資家である。商業銀行は、受け入れた預金額の5%に相当する国債あるいは国営企業債の保有を義務付けられている。国債の投資家構成をみると、商業銀行を中心とする金融機関の割合は、1999年末の81.4%から2005年末には32.4%、2016年9月には15.3%に低下した。国債市場の投資家構成は以下の通りである（2016年9月）。商業銀行15.3%、保険会社26.0%、契約貯蓄ファンド28.6%、非居住者14.8%、中央銀行4.2%、個人3.5%（以上の合計は92.4%）。

1997年に設立された公務員年金基金（GPF：Government Pension Fund）はタイ最大の投資家であり、資産の約80%を債券投資に振り向けている。このほか、契約貯蓄機関としてSSO（Social Security Office）がある。2011年9月より、タイの保険会社はリスク・ベースの自己資本比率規制を採用している。保険会社は約100社存在し、主に国債・国営企業債に投資している。さらに、投資信託も急拡大しており、概ね3年以内の債券に投資している。

国債の投資家構成をみると多様化が進んでいるが、機関投資家の数は限られている。特に、社債市場において主要な投資家は5機関程度にとどまることから、機関投資家ベースの拡大は依然として大きな課題である。一方、個人投資家が債券の15%以上を保有していることがタイの特徴である。政府の貯蓄債券が銀行の支店を通じて10,000パーツ単位で販売されている。また、社債の半分近くを個人が保有しており、優良企業銘柄は預金の代替とみなされている。社債は、ほとんどが満期まで保有される。

債券市場は着実に発展してきたが、その要因は、第1に、通貨危機以前から政策的に市場整

備が進められていることである。2002年には資本市場マスタープランが作られ、2006年に第2次、2009年に第3次と頻繁に更新されている。第2に、発行体の業種が多様であることである。製造業やサービス業全般に発行がみられることは特徴的である。第3に、個人投資家の存在が大きいことや、機関投資家の規模がある程度大きく（表4）国債・社債に一定の投資を行っていることである。

一方、課題としては、第1に、民間企業の発行体が200社程度にとどまっている。商業銀行が優良企業の顧客基盤を維持すべく低金利で融資を行うため、社債発行のインセンティブが抑制される場合がある。第2に、前述の通り、機関投資家の絶対数が少ない。また、個人投資家は保守的であり、債券を預金の代替とみている。社債市場では個人投資家比率が高いため、流動性の改善も困難である。

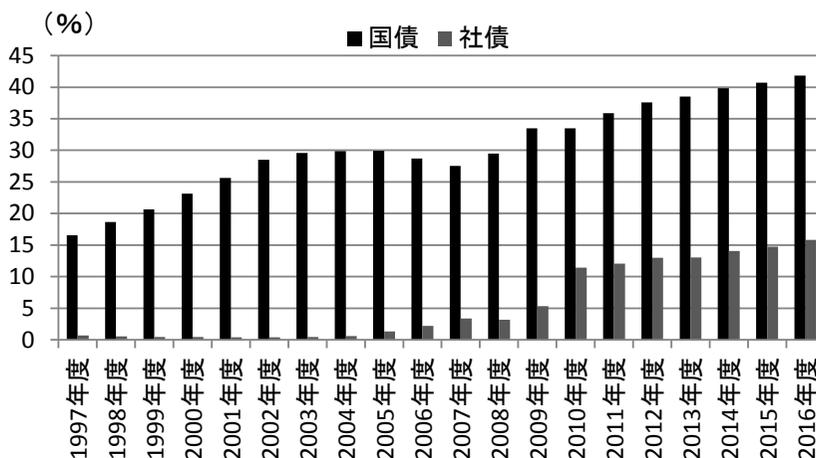
## V-5. インド

1990年以前には、金融抑圧の下、国債は人為的低金利で発行されていた。また、法定流動性比率（Statutory Liquidity Ratio）規制により金融機関は預金に対する一定比率の国債等の保有を義務付けられており、1989年にはこの比率が38.5%に達していた。

1990年代には、国債入札発行の導入（1992年）、発行金利の自由化、流通市場の構築などが実施された。法定流動性比率は段階的に引き下げられ、1997年には25%となった。2016年7月以降は21%となっている。この間、財政赤字の持続もあり、国債発行残高は着実に増加した（図9）。発行期間の長期化も進み、5年未満、5～10年、10年超の比率は1997年度末の41%、41%、18%から2016年度末には27%、30%、43%となった。

社債市場は2000年代まで発展しなかったが、その原因としては以下の点があげられる。①銀行融資が支配的であった。②海外機関投資家の参加が制限されていた。③社債の信用力に対する信認が確立されておらず、また投資規制もあ

図9 債券発行残高の対GDP比率（インド）



(注) 年度末は3月。国債には地方債を含む。

(出所) 国債は準備銀行 (RBI)。社債は2009年度まではBIS, 2010年度以降は証券取引委員会 (SEBI)。

り、機関投資家や個人投資家の参加が限定的であった。④預金準備率 (Cash Reserve Ratio) や法定流動性比率の存在から国債への投資が優先された。国債発行額の拡大は社債への投資を妨げた。

2005年12月にPatil委員会の報告書 (Ministry of Finance, Government of India (2005)) が発表され、証券取引委員会はこの提言に基づいて社債市場の整備を進めた。こうした努力もあって社債の発行は急増し、発行残高は2010年度末の8.9兆ルピーから2016年度末には24.0兆ルピーとなった。

ただし、発行額の90%以上は私募債である。2016年度の公募債発行額が2,950億ルピー (1995年度の4.9倍) であったのに対し、私募債発行額は4兆7,900億ルピー (1995年度の35.7倍) と圧倒的に大きい。公募債の発行手続きが煩雑である一方、私募債 (50社以内の適格機関投資家に販売) は柔軟な発行が可能であり、審査に時間がかかる銀行融資の代替として機能している面もある。2000年代後半の市場整備の中

で私募債を発行する際の必要書類に関する規制が強化されるなど、透明性も高まっている。

2015年度に社債発行額の74%が銀行・金融機関・保険会社によるものであり、非金融企業による社債発行は一般化していない。また、2016年度の発行の格付け別内訳はAA格以上80%、A格6%、BBB格以下14%と高格付けに偏っており、海外投資家を含め低格付け債の投資家を見出すことが課題である。さらに、発行期間は2～5年に集中している。

流通市場の流動性も低い。社債の取引額は2009年度の1日当たり平均50億ルピーから2015年度には450億ルピーに増加したが、これは国債取引の1割未満である。

そのほか、社債市場に関する問題点として、①クレジット・デフォルト・スワップの取引がほとんど行われていない、②破産法が未整備である<sup>20)</sup>、③社債市場に関する集中された情報データベースや機能的な取引プラットフォームが存在しない、などが指摘されている。

国債市場の投資家構成は以下の通りである

20) 2016年5月によりやく破産法 (Insolvency and Bankruptcy Code) が成立し、個人・企業の破産を包括的に取り扱う一般法が存在する状況となった。

(2017年3月)。準備銀行13.5%、商業銀行41.8%、協同銀行2.7%、保険会社22.2%、投資信託2.1%、年金基金6.0%、海外投資家3.6%。

銀行・年金基金・保険会社が法定流動性比率規制に従っていることが、国債市場の流動性を抑制している。国債が市場に売却されないため、投資信託などが国債を保有することが難しい。また、海外機関投資家の投資も制限されている。さらに、年金基金や保険会社は社債の保有比率や格付けを制限されている。銀行を含めた機関投資家の投資スタイルは、持ち切りが支配的である。

年金制度は大企業の一部に限定されていたが、2004年1月に確定拠出型の新年金制度(New Pension System)が導入され、2016年3月現在、加入者870万人、運用資産1.18兆ルピーとなっている。今後、資本市場の拡大に貢献することが期待される。

生命保険会社の運用資産は順調に増加し、2015年度末には約25.0兆ルピーとなった。生命保険の浸透率(支払保険料の対GDP比率)は近年伸び悩んでおり、今後の改善が期待される。保険業界は国有の業者が多く、資産運用は保守的である。

投資信託の運用資産は、2012年3月の5.9兆ルピーから2016年3月には12.3兆ルピーに増加した(運用会社は44社)。このうち、債券ファンドは5.7兆ルピーである。運用資産に占める個人資金の割合が48.5%と比較的低く、成長ポテンシャルは大きいとみられる。

2016年に発表された社債市場に関するKhan委員会報告書(Reserve Bank of India (2016))の主な提言は以下の通りである。①大口の発行の拡大に注力する。②銀行が発行に部分保証を与える(1行あたり発行額の20%まで、合計50%まで)。③銀行が資本強化のために海外でルピー債(マサラ・ボンド)を発行する。④社債のレポ取引を認める。⑤海外投資家に対する社債の投資規制を緩和する。⑥流動性調節ファシリティ(LAF)における社債の受け入れを検討する。⑦私募債の電子記録プラットフォーム

を設立する。⑧社債の集中されたデータベースを設立する。

インドでは金融システムの形成過程における政府の介入度合いが大きく、金融規制も厳しい。金融機関の多くは政府系であり、多様な規制(法定流動性比率、機関投資家のリスクテイクを制限する規制、海外からの投資の制限など)の下で活動している。

こうした制約の下、銀行の力が強かったこともあって社債市場の整備が遅れたと考えられる。今後、非金融企業を中心に公募債の発行を拡大する必要がある。また、年金基金や保険会社などの機関投資家の整備も、債券市場の拡大を図るために不可欠である。

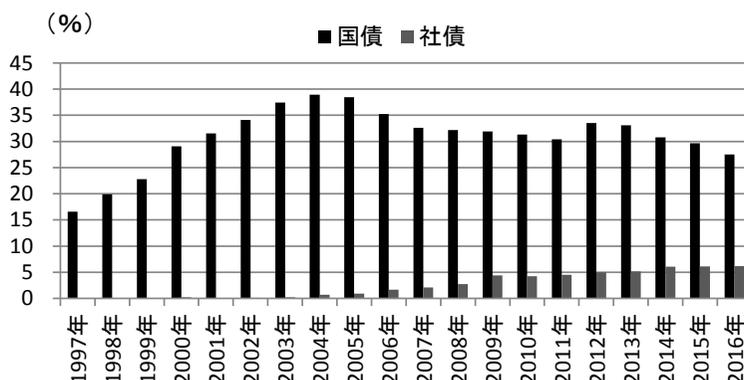
## V-6. フィリピン

フィリピンでは、通貨危機以前から財政赤字を背景に国債が発行される一方、社債市場は発展しなかった。債券種類は多様化しており、個人向け国債の増加が著しい。2010年4月には、個人向けにドル建ておよびユーロ建ての国債が販売されるようになった。また、政府による外貨建て債券の発行も多く、サムライ債も発行されている。

2000年代半ば以降、国債発行は伸び悩み、2010年には発行期間が25年まで伸長されたものの、発行残高の対GDP比率は低下している。一方、社債発行額は急速に増加しているが、市場規模は小さい(図10)。2015年11月には社債の発行時期を柔軟に選択できるshelf registration programが強化されており、今後の発行増加が期待される。

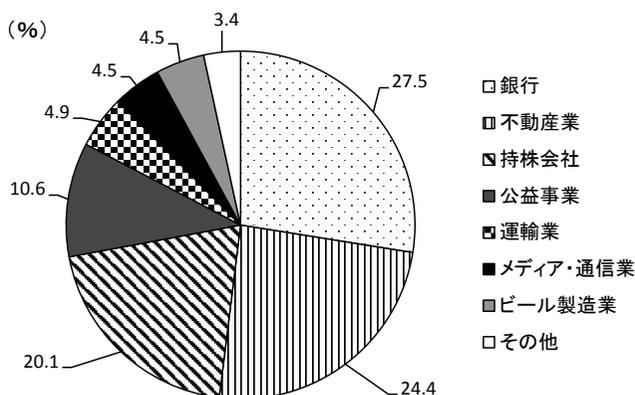
2016年9月末に上位30社の発行残高が全体の88.9%を占めており、集中度が非常に高い。上位30社の中に政府所有企業はない。アジア諸国に共通する発行体の業種の偏りがフィリピンでもみられる(図11)。持株会社の比率が高いのは、財閥の中核企業が発行体となっているためである。上位30社を業種別に分けると、銀行8社、不動産業5社、持株会社5社、エネルギー・運輸・水道8社、通信業2社、ビール

図10 債券発行残高の対GDP比率（フィリピン）



(出所) Asian Bonds Online (1999年以前はBIS)

図11 社債の発行体の業種別構成比率（フィリピン）



(出所) Asian Bonds Online

製造業・カジノ各1社となる。

2005年3月には債券取引所（FIE：Fixed Income Exchange）が国債の電子的な流通市場として開設され、売買、清算・決済、登録、保管などの機能を担うことになり、流動性が著しく改善した。2008年2月には、個人投資家も参加できるようになった。また、債券貸借やレポ取引も行うことができる。2007年12月以降は、社債の流通市場にもなっている。

国債市場の投資家構成は以下の通りである（2016年9月）。銀行・投資会社37.0%、契約貯蓄機関等（the Social Security System (SSS), the Government Service Insurance System (GSIS)、生命保険会社など）31.4%、財務省が

運用するファンド14.7%、カストディアン9.0%。

銀行に債券保有の義務はないが、融資需要が少ないために流動性の高い銘柄を中心に投資している。投資家としては、中央銀行・フィリピン開発銀行などの公的機関や企業・個人も重要である。機関投資家は公的年金基金（GSIS：Government Service Insurance System, SSS：Social Security System等）や生命保険会社を中心であり、投資信託の存在感は小さい。

SSSは60歳以下の民間労働者・自営業者等を対象とした社会保険制度、GSISは公務員（軍・警察を除く）を対象とした共済制度であり、いずれも強制加入である。SSSの運用資産は、2015年末時点で4,062億ペソ（対GDP比

3.1%)である。

生命保険会社は2016年末に30社存在し、国債やCPの中心的な投資家となっている。2015年末の運用資産は9,668億ペソ(対GDP比7.3%)であり、そのうち3,225億ペソが債券に投資されている。それ以外の保険会社の運用資産は622億ペソ(同0.5%)であり、そのうち290億ペソが債券に投資されている。

債券市場の発展を妨げている原因は、第1に、法制度上の問題である。①20%の源泉徴収課税が多く、投資家に対して行われ、免税された投資家との間での取引が妨げられている。また、印紙税の存在も流動性を抑制している。②法律上の手続きに時間がかかるとともに、規制体系が複雑である。資本市場の規制監督を担うのは基本的には財務省であるが、証券取引委員会(SEC)、PDEx、証券取引所(PSE)、資本市場整備委員会(Capital Market Development Council)、中央銀行(BSP)なども債券市場に関与している。外国為替取引の中央銀行に対する登録義務が、海外からの投資を妨げているという意見もある。③SDA(Special Deposit Accounts)と呼ばれる流動性のない勘定が金融政策の手段として短期国債や中央銀行債券の代わりに用いられ、短期証券市場の発展を妨げてきた。近年、規制変更が行われたものの、短期国債市場は依然小規模にとどまっている。

総じて、政府の債券市場整備に対する姿勢が不明確である。また、社債発行の本格化から10年強が経過したに過ぎず、これらの点が社債市場の発展が遅れている基本的な原因である。

第2に、発行体や投資家が十分に存在しない。発行体は財閥系の大企業に限定される一方、主な投資家はGSISやSSSのほか、商業銀行上位10行の運用部門、一部の保険会社など計20機関程度とされる。

フィリピンでは財閥グループが依然大きな力

を有し、企業の資金調達において内部留保やグループ内での転貸・私募債などが優先されることが指摘されている<sup>21)</sup>。CPや私募債の発行は取締役会の決議事項であるが、公募債は株主総会に諮る必要があるという問題もある。このような実態が、発行体の少なさに反映されている。すべての発行体が最高格付けを取得していることをみても、市場として未成熟であると考えざるを得ない。

経済における製造業の比率が低く設備投資資金需要が少ないことも、社債発行の抑制原因となっている可能性がある。市場の拡大には時間を要することが予想される。

## V-7. インドネシア

通貨危機以前は財政均衡が義務付けられ、国債の発行は禁止されていた。通貨危機で打撃を受けた銀行に資本注入を行う必要から、1999年に資本注入債(Recapitalization Bonds)が発行された。2000年には資本注入債の売買が認められ、流通市場取引が開始されるとともに、2002年には財政赤字を補うための国債発行を認める法律が制定された。

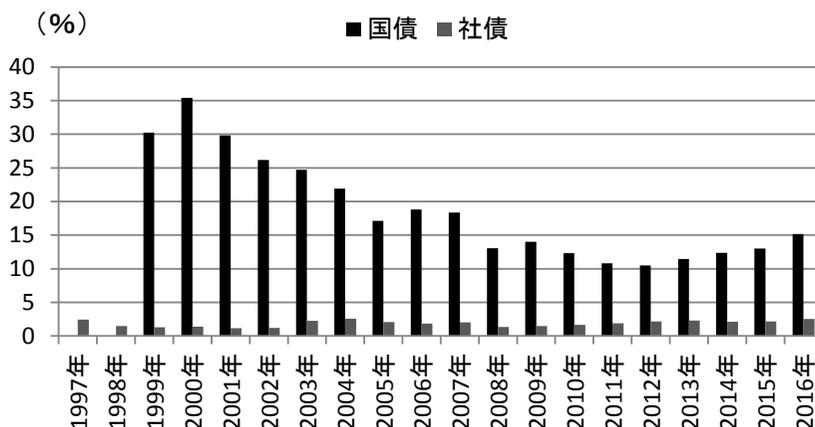
2000年代前半、国債発行残高は横這いであったが、2005年以降、財政赤字額を超える国債発行が行われ、定期的な発行等により市場整備が進められた。2006年には個人向け国債が発行された。また、2008年にはイスラム国債の発行が開始され、個人向けイスラム国債やイスラムSBI(短期の中央銀行債)も発行されるようになった。政府は、ドル建てグローバル債やサムライ債など、海外市場での発行も実施している。

国債発行額はリーマン・ショックを機に急減し、2011年以降、ようやく増加に転じた。国債発行残高の対GDP比率は、2016年末に域内で最低の15.1%にとどまる(図12)。

国債の流動性は域内で最も低く、売買スプレッドも大きい。流動性のある銘柄は10年債

21) 柏原(2012), 106ページ参照。

図12 債券発行残高の対GDP比率（インドネシア）



(出所) Asian Bonds Online

や20年債に限定される。国内の年金基金や保険会社は持ち切りの投資を行う傾向にあるため、海外投資家の投資行動が流動性に影響する。

社債発行が拡大したのは、2000年代前半である。銀行部門が通貨危機で打撃を受け、融資の回復が遅れたため、資金需要のある企業が社債の発行を拡大した。2009年には、前年に設立された債券価格付け機関（Indonesia Bond Pricing Agency）において、各種債券の日次参照価格、信用スプレッドや社債のイールドカーブに関する情報、各種債券インデックスなどが発表されるようになり、社債市場の透明性も向上した。社債発行額・残高とも緩やかに増加しているが、2016年末に発行残高の対GDP比率は2.5%に過ぎない。

社債発行残高上位30社が全体に占める割合は、2016年9月末に75.7%に達する。30社中19社が、銀行などの金融機関である。その他は、エネルギー・インフラ関連や不動産・建設業でほとんどを占める。特に2008年以降、金融機関の割合が高まっている。

国債市場の投資家構成は以下の通りである

（2016年9月）。銀行21.1%、海外投資家39.2%、保険会社13.0%、投資信託4.5%、年金基金4.7%、中央銀行9.1%。銀行は準備資産保有などの観点から国債投資を行っているが、保有比率は次第に低下している。一方、機関投資家の資産は次第に拡大し、債券市場でのプレゼンスが高まっている<sup>22)</sup>。

インドネシアでは通貨危機に際して銀行・企業の多くが破綻し、従来の金融システムが崩壊した後、再建が行われた。しかし、銀行融資残高の対GDP比率は現在も低位にとどまり、借り入れコストも高く、企業は海外資金に依存している。また、長期金融は未発達であり、銀行預金の9割が6カ月未満である。そのため多くの銀行が社債を発行しているが、社債発行においても3年以下が約5割、5年以下が約8割という状況である。

このように金融資本市場が未成熟である背景には、金融システムの信認の確立という基本的な課題が達成されていないことが影響している。法律やガバナンスの枠組みが弱く、債権者の権利、コーポレート・ガバナンス、企業の開示情報の信頼性などに問題がある。

22) 2013年12月に現地で実施したヒアリングによれば、機関投資家の投資スタンスは一般的に保守的・画一的であり、利回りに対する要求も厳しい。

これらの問題を改善し、金融システム全体を整備する中で、社債市場の拡大を図る必要がある。イスラム金融の一層の振興も不可欠である。債券市場の歴史は浅く、発行体となりうる企業は限られ、投資家も拡大しつつあるものの小規模であるため、債券市場の整備と機関投資家の育成を同時に実施しなければならない。また、国債市場の拡大が不十分であることが社債市場拡大の阻害要因となっており、その点にも対処が求められる。

民間銀行信用の対GDP比率は、2000年に19.4%に落ち込んだ後、2015年には32.9%に回復した。一方、社債発行残高は低位にとどまり、発行体も銀行が多い。今後、社債市場の発展に注力する必要がある。

#### V-8. ベトナム

債券市場は、政府の継続的な市場整備により発展しつつある。1996年に国家証券委員会(SSC)が設置され、1998年にはハノイとホーチミンに証券取引センターが設立された。2003年、SSCはアジア開発銀行の協力を得て2012年までの資本市場ロードマップを作成した。国債市場に関してはプライマリー・ディーラー制度の導入、資本流入規制の緩和、レポ・デリバ

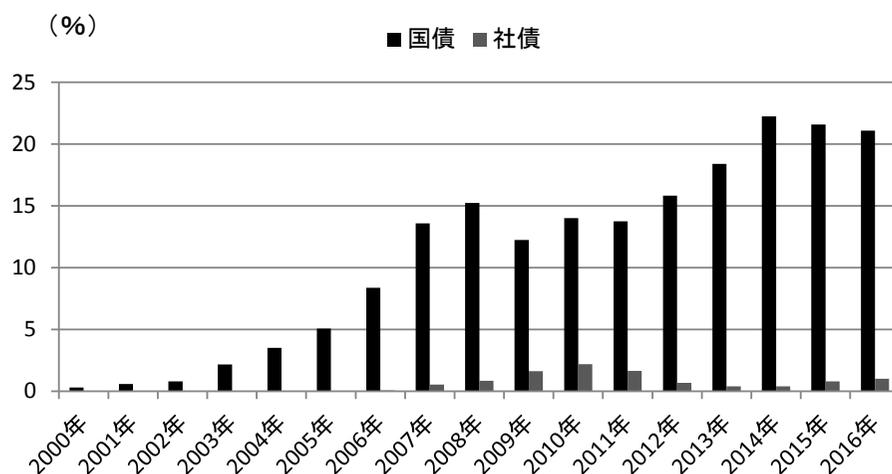
ティブ取引の導入などを、社債市場に関しては格付け機関の設立や店頭市場における取引の促進を図るとした。2009年、50社を超える内外の商業銀行や証券会社によってベトナム債券市場協会(VBMA)が設立され、国内債券市場の強化、加盟機関の能力強化、市場の効率性向上などを図ることになった。同年、ハノイ証券取引所は国債の電子取引システムを導入した。これにより、債券市場に関する多様な情報提供が可能となった。

国債市場では期間15年までの債券が発行されているが、5年以下が73.2%を占める。政府は、ドル資金調達と国民への貯蓄手段の提供を目的に国内でドル建て国債を発行している。ドル建て国債もハノイ証券取引センターで上場・取引されている。また、商業銀行が中央銀行からドンを借り入れる際に外貨建て債券を担保に供することが認められている。

国債市場は小さいが、急速に拡大している(図13)。国債の銘柄は500を超え、整理が必要である。国債には、地方政府・政府系企業・中央銀行が発行した債券が含まれる。

2010年以前、大規模な国有企業は銀行融資を受けることが容易であり、債券を発行する必要がなかった。例外的に発行実績がある企業と

図13 債券発行残高の対GDP比率(ベトナム)



(出所) Asian Bonds Online

して、ベトナム電力（EVN）、ベトナム造船（Vinashin）、ベトナム石油（PVN）、ベトナム産業開発銀行（BIDV）などがあげられる。このうちVinashinが2010年に破たんし、債券市場の信認は大きく傷つけられた。

民間企業が初めて債券を発行したのは2006年である。2016年9月末現在、社債発行残高は約40兆ドンであり、発行体は金融・インフラ関連・不動産・建設など21社にとどまる。社債の多くが転換社債であり、格付けを取得しておらず、また、私募債である。発行期間は2～10年であるが、5年以下が84.2%を占める。社債の大半は上場されず、流動性がない。

債務の拡大により銀行融資を受けられなくなった企業が債券を発行するケースが多い。この場合、債券は銀行融資を補完する手段として用いられていることになる。2011年以降、銀行のリストラクチャリングにより債券市場に対する投資資金が縮小したことも社債の発行を抑制する原因となった。

2015年以降、ようやく社債発行が回復している。2016年2月には、不動産開発業者であるVingroupがCGIFの保証を受けて5年債と10年債を発行した。

債券市場の主な投資家は、商業銀行と保険会社である。現地通貨建て債券の約4分の3を銀行上位10行が保有している。自己資本比率規制を満たすために国債を購入せざるを得ない面もあるという。銀行は国債を中央銀行からの借

り入れの担保とすることはできるが、準備資産としては認められない。保険会社は、資産の約半分を5～15年を中心とする国債に投資している。しかし、債券投資に積極的な保険会社は一部にとどまり、投資需要の不足から長期国債の発行が抑制されがちとなっている。

その他の投資家としては、社会保障基金（SSF）、ファイナンス会社、証券会社などがある。最近では、資産運用業も成長し始めている。ファンド運用会社は主に5年以内の債券に投資しているが、投資対象としては株式がより重要であり、国債の保有は限定的である。債券に対する投資需要を確保する意味でも、機関投資家の育成が求められるといえよう。

社債市場の問題点としてあげられるのは、第1に、企業のガバナンスや情報開示のレベルが低いことであり、信認を改善するためにはこれらの水準の向上が不可欠である。第2に、国内に格付け機関が存在しないことである。企業は、発行コストを高める格付け取得を回避している。2013年に政府は格付け機関を設立する方針を示したが、実現していない。また、新設の格付け機関が真に独立した判断を下せるかにも疑問が残る。第3に、銀行融資を受けることが容易であり、手続きが複雑な債券発行は回避されている。現在の金利環境では、コスト面でも債券発行に魅力がない。

これらの点から、社債市場の拡大にはしばらく時間を要することが見込まれる。

## VI. 今後の展望と課題

### VI-1. 今後の展望

#### VI-1-1. ABMIの努力

本節では、前半でABMIを中心とする政策実施の展望について述べた後、後半では前節の内容をまとめ、社債市場整備の課題を整理する。

2016年に更新されたロードマップによれば、ABMIの今後の目標は以下の通りである。TFI（債券供給の拡大）では、資金調達ギャップが大きな3分野（中小企業金融・住宅金融・インフラ投資）に関してCGIFの保証能力を強化す

る。その方法としては、他の機関との共同保証、増資<sup>23)</sup>、レバレッジの引き上げなどが考えられる。インフラ投資に関しては、アジアにおいて環境問題が重要になっているとの観点から、グリーン・ボンドに注目する。

TF2（債券需要の拡大）では、Asian Bonds OnlineやAsian Bond Markets Summitなど、投資家への情報提供を一層重視する。また、住宅金融を強化するため、カバード・ボンドなどの選択肢を検討する。さらに、一部の国（主に規模の大きな国）では、都市インフラの整備のために地方債の発行拡大を検討する。

TF3（規制枠組みの改善）では、AMBIF債の発行増加を図るほか、レポ取引の障害について研究する。また、金融機関間の電子データの交換における国際標準（ISO20022を含む）の採用やクロスボーダー債券取引の規制・課税関連手続きの標準化を図る。さらに、電子取引プラットフォームの設立に向けて努力する。

TF4（市場インフラの整備）では、中期的なCSD-RTGSの実施に向けた努力を継続する。また、Asian Prime Collateral Forumを設立し、域内の適格ソブリン債がクロスボーダーレポ取引の主要な担保（prime collateral）としてグローバルに認知されるよう努力する。さらに、域内金融統合を促進するため、各国の格付け機関が域内投資家の立場に立った格付けを行うこと、そしてそれらの格付けが域内で相互認証されることが不可欠であるとしている。

このように、資金調達ギャップが大きな3分野への資金供給と域内金融統合の促進が特に重要な目標となる。以下、インフラ・ファイナンスと決済システムに関して説明を加える。

#### Ⅵ-1-2. インフラ・ファイナンスへの債券市場の活用

インフラ・ファイナンスにおける債券市場の利用方法としては、①プロジェクト・ボンドや

イスラム債の発行、②インフラ関連企業による社債発行、③インフラ整備に関連した国債発行、④銀行やその他の金融機関による社債発行、があげられる。④は、間接的にインフラ・ファイナンスに結びつく可能性がある。

プロジェクト・ボンドの発行実績は中国において圧倒的に大きく、台湾・マレーシア・インドネシアでも一定の件数がみられるが、その他の国では件数が少ない。今後、機関投資家や債券市場をさらに整備してプロジェクト・ボンドの発行を拡大させることができれば、アジアの膨大なインフラ投資需要を満たすとともに社債市場の拡大にもつながらることになる。

そのための課題としては、①投資対象としての魅力を増すため、インフラ整備の長期戦略を確立してプロジェクト件数を増やすこと、②プロジェクトのコストやリターンに関するデータの蓄積・公開を進めること、③インフラ投資のリスクの軽減や信用保証の活用により格付けの改善を図ること、などがあげられる。CGIFは2016年に建設期間保証ファシリティ（Construction Period Guarantee Facility）を導入し、グリーン・フィールド案件の建設期間のリスク保証を行うことによってプロジェクト・ボンドの発行促進に取り組んでおり、同市場拡大の触媒となることが期待される。

#### Ⅵ-1-3. 決済システムの向上・統合

乾（2014）によると、アジア諸国の債券決済を行う証券保管振替機関（CSD：Central Securities Depository）は各国の中央銀行または証券取引所によって運営されている。一方、資金決済に関しては、中央銀行が提供するRTGS（Real Time Gross Settlement）システムを利用し、DVP（債券と資金の同時決済）を実現しているケースが多い。

クロスボーダーの債券・資金決済の課題は、各国決済システムの構成要素（メッセージや証

23) 2017年12月、CGIFは出資金を7億ドルから12億ドルに増額することを決定した。この結果、保証能力は現在の17.5億ドルから30億ドルに拡大する。

券番号など）の標準化を図り、債券取引・決済のSTP（Straight Through Processing）化を実現して決済のコストやリスクを低減させることである。その際に重要となるのは、クロスボーダーの資金決済（各国通貨間の直接決済）をいかに可能とするかである。

CSIFは、従来提案されたAsian ICSD（アジア版ユーロクリア）やCSD Linkage<sup>24)</sup>（各国の決済機関（NCSD）を接続し、資金決済は商業銀行マネーで実施する）ではなく、CSD-RTGS Linkage（各国のCSDと中央銀行の資金決済システム（RTGS）を相互に接続するモデル）が域内決済インフラの有力モデルであるとしている<sup>25)</sup>。CSD-RTGS Linkageは、①NCSDを利用するためコストが相対的に安い、②中央銀行のシステムを用いるため安全である、③各国が自国の発展段階を考慮して任意のタイミングで統合に参加できる、などの利点を有する。実際にリンクを行うためには、メッセージ・フォーマットや決済フローの標準化が求められる。

コスト面、安全性、資本取引規制の制約等を考慮すれば、CSD-RTGS Linkageに最も見込みがあり、2国間での接続を図りつつ、ルールや規制の標準化・調和を図ることが望ましい。今後、法律・技術・運営面で2国間接続の可能性を確認していく必要がある。

## Ⅵ-2. 社債市場の発展要因と今後の課題

前節の分析を踏まえ、社債市場の発展条件をもう一度まとめると、①当局の積極的な市場育成策（法規制や市場インフラの構築）、②社債の発行を促す金融システムの存在、③経済発展に伴う発行企業の増加、④多様な投資家（特に機関投資家）の拡大、となる。

韓国やマレーシアでは、これらの条件がかなり満たされていた。通貨危機以前から市場整備が推進されたことが、一つのポイントである。法規制の確立や市場インフラの整備は、政策的

に進められた部分が多い。一方、相対的な後発国では、総じて市場整備の歴史が浅い。

韓国では、経済成長とともに発行体となる大企業が成長した。市場の拡大に多くの発行体が必要であることはいうまでもないが、経済成長はその前提になるといえよう。

一方、通貨危機以前には社債が銀行保証付きで発行され、投資家としてITCsが利用された。すなわち、当初はかなり政策的に市場拡大が図られている。これは一つのやり方といえるが、いずれは市場ベースに移行することが不可欠である。韓国では、通貨危機前後にそれが行われた。金融システムの大きな変革の中で市場が拡大した背景には、経済成長により発行体や投資家が確保されていたことがプラスに作用したとみられる。

ただし、投資家は現在も保守的であり、発行体の裾野を拡大することは難しい。これはアジアの投資家に共通する問題であり、これを変えるには相当の時間を要しよう。また、発行体に政府系企業が多い点も特徴的である。これは経済運営のあり方に依存するため、社債市場整備の観点のみから論じることはできない。以上の点を勘案すると、欧米の社債市場と比較した場合に、現時点では方向性に相当の隔りがあるように感じられる。アジアの債券市場、特に社債市場が今後どのような方向性を目指すのか、議論が望まれる。

銀行部門との関係は、社債市場発展の初期には補完的と考えられるが、ある程度発展した後は競争関係となる。韓国では、日本に比較して銀行が弱いため社債市場が発展したという見方がある。銀行の力が強ければ、社債市場の拡大は抑制される可能性がある。

マレーシアに関して特徴的なことは、イスラム金融を発展させたこと、インフラ・ファイナンスに社債市場が積極的に活用されていること、EPFが機関投資家として資本市場の発展に

24) 各選択肢に関する検討内容等については、清水（2010）（76ページ以降）参照。

25) 日本銀行決済機構局（2014）参照。

大きな役割を果たしたこと、などであろう。初めの2点は、発行体の多様化・拡大に貢献した。イスラム金融の発展度は世界でもトップクラスであり、必ずしも他の国には応用できないとしても、他の2点は大いに参考にすべきであろう。特に、機関投資家の育成と債券市場の発展が相互促進的であること、換言すれば投資家が拡大しないと社債市場も発展しないことは、しばしば指摘される点である。

中国では、2005年以降、金融債や社債の発行が拡大した。その背景としては、規制緩和が進められたこと、経済の高成長が同時進行したことがあげられる。政府の政策が市場の拡大をもたらした面が強いといえる。一方、政府の管理色が強く市場が細かく分断されていること、発行体の大半が国有企業でありデフォルトが少ないこと、対外開放が遅れるとともに国内投資家の成長も途上にあることなどが問題である。これらは、中国の金融システム全体の問題でもある。社債市場の拡大自体は、金融危機が起らない限り今後も持続することが予想される。

タイでは、通貨危機以前から社債市場の整備が始まっており、比較的順調に市場が拡大している。社債の発行業種が多様であること、A格やBBB格の発行もみられることなどが特徴となっている。韓国・マレーシアほどではないものの機関投資家の整備が進んでいること、個人が社債の重要な投資家となっていることなども、市場の拡大をもたらしている。銀行の力が強く、社債発行を抑制している模様であるが、最近も発行は拡大しており、今後もこの傾向が続くことが期待される。

インドでは、金融機関の法定流動性比率に代表されるように金融規制が厳しく、市場ベースの発展が妨げられた。債券市場では、国債発行が社債発行を抑制する傾向がみられた。また、銀行の力が強いことも社債市場拡大の阻害要因となった。2005年以降、市場整備が本格化し、社債発行が増加している。ただし、非金融企業による発行は少なく、破産法や市場インフラの整備も遅れるなど、市場の発展は途上にある。

海外投資家による投資は制限されており、また、国内の機関投資家に対する規制も厳しく、投資家は未成熟である。総じて、銀行中心の金融システムからの移行は容易ではないとみられる。

フィリピン・インドネシア・ベトナムでは、国債発行残高の対GDP比率が低く、海外での発行への依存がみられる。この点が、社債市場の未整備にも影響していると考えられる。

フィリピンで社債発行が本格的に拡大したのは2000年代半ば以降であり、歴史は10年程度しかない。強固な財閥グループの存在を前提として金融システムが形成されており、資金調達を内部留保やグループ内での転貸に依存する傾向があるため、社債市場は少数の企業のために存在する状態を脱していない。機関投資家も相対的に未整備である。社債市場の発展には一層の政策努力が求められるが、税制や法規制の改正は容易ではない。財閥グループの存在や製造業の未発達も阻害要因となっている。

インドネシアも、債券市場の規模、社債市場の拡大が始まった時期、発行企業の小ささなどがフィリピンに類似している。対GDP比率でみた銀行部門や機関投資家の規模も、同程度に小さい。銀行部門の発展はフィリピンよりも遅れており、小規模で効率性が低い。法規制も脆弱であり、金融システムに対する信認が低く、長期金融が拡大していない。社債の発行体は金融機関に偏っている。総じて、金融システム整備の一環として社債市場の拡大を図る段階にある。

ベトナムでは、銀行部門はフィリピンやインドネシアに比較してはるかに大きい。社債市場は最も小さい。大規模な国有企業に対して銀行融資が活発に行われてきたことが、このような金融システムが形成された背景にある。社債発行が本格的に開始されたのは、やはり2000年代半ばである。債券の投資家として銀行がきわめて重要であり、近年、銀行危機があったことから社債発行も抑制された。このように、銀行部門と社債市場が補完的である状況から脱し

ていない。社債は5年以内の発行が80%以上を占め、国内には格付け機関も存在しない。社債市場の整備は始まったばかりであるといえよう。

韓国・マレーシア・中国では、社債市場の発展に政府の政策が大きな役割を果たした。一方、社債市場の発展が相対的に遅れた国の問題は、経済発展の遅れ以上に、金融システムが構造的な問題を抱え、銀行中心の状況を変えられない点にある。これらの国では、金融システム全体を整備する中で債券市場発展の阻害要因の解消に取り組むとともに、発行体や投資家を拡大させる必要がある。経済発展が市場の拡大を促進する可能性にも留意すべきである。

これらは構造的な問題への取り組みであり、容易ではない。ABMIが資金調達ギャップの大きな分野への資金供給や域内金融統合の促進を目指していることは正しいが、加えて、各国当局やABMIにおいて、経済成長の持続を目指す中で社債市場の整備により達成すべき目的、換言すれば社債市場の用途ないし役割について十分に議論することが求められる。

韓国・マレーシア・中国に関しても、発行体の政府系企業や金融・インフラ・不動産業への偏り、高格付け債への偏り、流通市場の流動性の不足、投資家の投資技術の未成熟など、共通する問題が残されている。これらの問題にいか

に取り組むかについて、ABMIなどの場で議論することも必要であろう。

最後に、アジア債券市場の一層の発展を実現するための課題をもう一度まとめたい。第1に、CLM諸国を中心とする国債市場の整備である。発行市場に加えて流通市場の整備も重要となる。第2に、社債の発行体の拡大である。特に、インフラ・ファイナンス、中小企業金融、住宅金融などに資金を供給することに注力すべきである。第3に、機関投資家の育成である。投資家の拡大は債券市場の発展に不可欠の条件であり、特に年金制度の整備が求められる。第4に、域内金融統合の促進である。その進展には多様な効果が期待されるが、同時に多くの問題を伴うことから、長期的に取り組むことが欠かせない。また、日本の金融機関や機関投資家が域内金融統合に積極的に参加していくことも期待される。

ABMIにおいては、ロードマップに掲げられた課題に着実に取り組むとともに、相対的な後発国に対する技術支援の継続・強化、長年の成果・経験に関する情報発信なども重視すべきである。さらに、域内金融協力に関与する多様なイニシアティブの間で連携を強化することも重要であろう。今後、ABMIがアジアの金融システムの発展に今まで以上に貢献することを期待したい。

## 参考文献

乾泰司（2014）「アジアにおけるクロスボーダー  
決済インフラの整備と今後の展望」『日立総  
研』3月号, pp.32-41  
柏原千英（2012）「フィリピンにおける企業金融  
と資本市場振興の現状」柏原千英編『「アジ  
ア域内金融協力」再考：進展と課題』アジア  
経済研究所, pp.99-118  
五味佑子（2014）「中国の社債市場の現状と展  
望」国際通貨研究所, 9月24日  
財務省（2003～2005）「アジアにおける債券市場

研究会」各回議事記録・資料および最終報告  
書  
清水聡（2003）「アジア諸国の債券市場の発展と  
その意義」『環太平洋ビジネス情報R I M』  
Vol.3 No.8, pp.125-169  
清水聡（2004）「アジアの国際資本フローと域内  
金融協力」『環太平洋ビジネス情報R I M』  
Vol.4 No.13, pp.75-136  
清水聡（2007）「アジア諸国における社債発行促  
進の必要性和課題－韓国、マレーシア、タイ

- の事例－』『環太平洋ビジネス情報 R I M』  
Vol.7 No.24, pp.103-162
- 清水聡 (2009)『アジアの域内金融協力－金融  
「地産地消」モデルの模索』東洋経済新報社
- 清水聡 (2010)「世界金融危機後のアジア債券市  
場整備の意義と課題」『環太平洋ビジネス情  
報 R I M』 Vol.10 No.39, pp.30-101
- 清水聡 (2011a)「高成長の維持に不可欠なイン  
ド債券市場の整備」『環太平洋ビジネス情報  
R I M』 Vol.11 No.41, pp.83-121
- 清水聡 (2011b)「なぜアジア債券市場を整備し  
なければならないのか」『環太平洋ビジネス  
情報 R I M』 Vol.11 No.43, pp.25-94
- 清水聡 (2013a)「アジアの機関投資家－現状と  
育成の必要性－」『環太平洋ビジネス情報 R  
I M』 Vol.13 No.49, pp.41-94
- 清水聡 (2013b)「進展するアジア金融統合と日  
本の戦略」『環太平洋ビジネス情報 R I M』  
Vol.13 No.51, pp.61-96
- 清水聡 (2014)「経済共同体の設立と ASEAN 諸  
国の金融資本市場」『環太平洋ビジネス情報  
R I M』 Vol.14 No.55, pp.74-116
- 清水聡 (2015a)「インドネシアの金融システム  
－整備の意義と課題－」『JRI レビュー』  
Vol.5, No.24, pp.59-94
- 清水聡 (2015b)「アジア債券市場の統合とマ  
レーシアの債券市場」『国際金融』1270号,  
3月1日, pp.44-52
- 清水聡 (2017)「中国における金融リスクの増大  
と求められる対応－資本取引の自由化や人民  
元の国際化に向けた展望－」『JRI レビュー』  
Vol.4 No.43, pp.40-78
- 首藤恵 (2001)「マレーシアの金融危機と民間債  
券市場」『証券経済研究』1月
- 関根栄一 (2009)「中国の社債発行制度改革」『季  
刊中国資本市場研究』Spring, pp.47-65
- 大和総研 (2014)「フィリピン金融インフラに  
関する基礎的調査」3月
- 竹内淳 (2005)「アジアの債券市場育成とアジア  
ボンドファンド」日本銀行国際局, 10月
- 日本銀行決済機構局 (2014)「ASEAN+3のクロ  
スポーダー証券決済インフラに関する報告  
書」5月16日
- 村松健 (2014)「『人民元建て債券市場』の成立  
～足元の動向とパンダ債を中心に～」  
Mizuho Capital Markets Insight Vol.14-3, 11  
月5日
- Asian Development Bank, *Asia Bond Monitor*,  
various issues
- Asian Development Bank (2015a) “Financing  
Asia’s future growth”, *Asian Development Out-  
look 2015*, pp.47-102
- Asian Development Bank (2015b) “Local Cur-  
rency Bonds and Infrastructure Finance in  
ASEAN+3”
- Baek, S. and P. Kim (2014) “Determinants of  
Bond Market Development in Asia”, in Asian  
Development Bank and Korea Capital Market  
Institute (ed), *Asian Capital Market Develop-  
ment and Integration Challenges and Opportu-  
nities*, Oxford University Press, pp.286-315
- Bank Negara Malaysia (1999) “The Central  
Bank and the Financial System in Malaysia”
- BIS Monetary and Economic Department (2016)  
“A spare tire for capital markets : Fostering  
corporate bond markets in Asia”, BIS Papers  
No.85, Jun.
- Borst, N. and N. R. Lardy (2015) “The People’s  
Republic of China : Maintaining Financial  
Stability amidst Financial Liberalization”, in  
M. Noland and D. Park (ed), *From Stress to  
Growth: Strengthening Asia’s Financial Sys-  
tems in a Post-Crisis World*, A Copublication  
of the Asian Development Bank and Peterson  
Institute for International Economics, pp.317-  
345
- Felman, J., S. Gray, M. Goswami, A. Jobst,  
M. Pradhan, S. Peiris and D. Seneviratne (2011)  
“ASEAN 5 Bond Market Development :  
Where Does it Stand? Where is it Going?”,  
IMF Working Paper No.137, Jun.

- Gandhi, S. R. (2016) “Challenges in Developing the Bond Market in BRICS”, *RBI Bulletin*, Oct., pp.59-64
- Hwang, S. (2016) “Corporate Bond Market in Asia and the Pacific and Its Role in Financing for Development”, Discussion Paper, ESCAP, Mar.
- Levinger, H. and C. Li. (2014) “What’s behind recent trends in Asian corporate bond markets?”, *Current Issues: Emerging Markets*, January 31
- Ministry of Finance, Government of India (2005) “Report of High Level Expert Committee on Corporate Bonds and Securitization”, Dec.
- Mohan, R. and P. Ray (2017) “Indian Financial Sector : Structure, Trends and Turns”, IMF Working Paper No.7, Jan.
- Park, C. (2016) “Developing Local Currency Bond Markets in Asia”, ADB Economics Working Paper Series No.495, Aug.
- Reserve Bank of India (2016) “Report of the Working Group on Development of Corporate Bond Market in India”, Aug.
- Shimizu, S. (2008) “Corporate Bond Markets of Korea, Malaysia and Thailand”, *Journal of International Economic Studies*, No.22, Mar., pp.71-86
- Shimizu, S. (2014) “Asian Bond Markets Initiative : The way forward”, in Kinkyo, T., Y. Matsubayashi and S. Hamori (ed). *Financial Globalization and Regionalism in East Asia*, Routledge, pp.76-97
- Siackhachanh, A. N. (2017) “The Asian Bond Markets Initiative : Policy maker achievements and challenges”, Asian Development Bank, Mar. 20
- VinaCapital (2016) “A Look at Vietnam’s Bond Market”, Jul.